

Research Reports

Kortsiktig lättnad men långsiktiga  
risker i ömtålig värld

# Nordic Outlook

## Februari 2020



---

# Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: Finanspolitik
16	Tema: En värld full av skuld
19	Räntemarknaden
20	Valutamarknaden
21	Tema: Börsvärdering
24	USA
28	Euroområdet
31	Japan
32	Storbritannien
33	Kina
34	Indien
35	Ryssland
36	Tema: Mot hållbar energi
38	Norden
39	Sverige
44	Norge
46	Danmark
47	Finland
48	Baltikum
49	Litauen
50	Lettland
51	Estland
52	Nyckeldata
58	Research kontakter



## Ömtålig ekonomi Hanteras varsamt

En nästan hysterisk recessionsoro sensommaren 2019 dämpades under hösten av en ny våg av global monetär stimulans – med USA i förarsätet. Ett ökande antal positiva "metkrokar" i framåtblickande indikatorer bidrog till 30-procentiga börsuppgångar. Efter att de första stegen nu tagits in i 20-talet är frågan: *kan vi andas ut – är "metkrokarna" på riktigt?* Vår nya *Nordic Outlook* försöker belysa både problemen och möjligheterna.

Världsekonomin befinner sig – i likhet med vår klimatstressade planet – i ett ömtåligt tillstånd. De politiska riskerna är rekordhög. Att den globala inbromsningen 2018-19 är en blandning av cykliska och strukturella krafter gör inte uppgiften lättare för beslutsfattare att hitta en optimal balans för den ekonomiska politiken.

För de flesta utvecklade ekonomier är idag centralbankernas manöverutrymme starkt begränsat. Men "lowflation"-miljön ger centralbankerna, inte minst i utvecklingsländerna, goda möjligheter att fortsätta med en expansiv penningpolitik. Det stöttar BNP-tillväxten. Okonventionell penningpolitik har dock även avigsidor – t ex påverkan på risktagande och pensionssystem – och dess effektivitet är ifrågasatt. I denna lågräntemiljö debatteras nu även i vilken utsträckning finanspolitik och budgetunderskott kan – och bör – spela dels en stabiliseringspolitisk, dels en positivt klimatpåverkande roll.

Ökad tillförsikt tillför momentum för global tillväxt kommande två år. Men läget är skört i en miljö med tillgångs- priser och skulder på rekordnivåer och begränsat växtutrymme med en arbetslöshet på 40-årslägst i industrivärlden. Och framtiden är långt ifrån förutsägbar när det gäller säkerhetspolitik, Brexit, handelsavtal, presidentval och renoverade penningpolitiska ramverk. Om analyser kring neutrala räntor och inflation visar sig felaktiga kan mycket gå snett på 20-talet.

I årets första *Nordic Outlook* ställer vi de framåtblickande positiva indikatorerna mot olika risker och förväntningar på ekonomisk politik och finansiella variabler. Vår samlade bedömning har du just nu blicken på. Här hittar du även fyra fördjupande teman:

- Finanspolitik
- En värld full av skuld
- Börsvärdering
- Mot hållbar energi

Vi hoppas att *Nordic Outlook Februari 2019* kan erbjuda både trevlig läsning och nya insikter. Och glöm inte att forskningen säger att optimister lever ca 10 procent längre än pessimister!

---

**Robert Bergqvist**

Chefsekonom

**Håkan Frisé**

Prognoschef

# Global ekonomi

---

## USA

# 3,5%

Amerikansk arbetslöshet parkerar på den lägsta nivån på 50 år. I avsaknad av en tydlig acceleration i löner och inflation fortsätter Federal Reserve att testa stramheten på arbetsmarknaden.

Sida 24

---

## Euroområdet

# 46,3

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i december ligger kvar långt under 50. Industrin tynger fortfarande och produktionen bedöms inte vända förrän under våren.

Sida 28

---

## Kina

# USD 200 mdr

Ökningen i Kinas import av amerikanska varor och tjänster enligt Fas-1 avtalet. Att Kinas import av jordbruksvaror ska dubbleras kräver utmanande omdirigering av rådande handelsvolymmer.

Sida 33

---

## Japan

# 2,2%

Japans arbetslöshet sticker ut i jämförelse med andra utvecklade ekonomier. Stark efterfrågan men även åldrande befolkning bidrar till de låga nivåerna.

Sida 31



Världsekonomin ser ut att ha stått emot fjolårets industri-svacka. Tillväxten växlar nu upp försiktigt men kvarstående politisk osäkerhet och utbudsrestriktioner dämpar. Centralbankssignaler om låga räntor under lång tid ger stöd men reser också frågor kring långsiktiga risker med skulduppbyggnad och upptrissade tillgångspriser. I detta läge kan finanspolitiken spela en större roll men stela ramverk och svaga statsfinanser bromsar

Prognosutmaningarna i början på 2020 är på flera sätt diametralt olika de som gällde för ett år sedan. Oron för en åtstramning av amerikansk penningpolitik i början på 2019 följdes under sensommaren av en recessionsoro i spåren av en räntekollaps som resulterade i en negativ lutning på USA:s avkastningskurva. Kurvan ses av många som en pålitlig recessionsindikator. Under hösten har sedan optimismen och riskaptiten gradvis förstärkts på finansiella marknader. Federal Reserves sk "mid-cycle"-korrektion med tre räntesänkningar 2019 togs emot positivt samtidigt som handelsriskerna minskat i spåren av framstegen i förhandlingarna mellan USA och Kina. Industrikonjunkturen visar tecken på att bottna ur samtidigt som den inhemska efterfrågan visat fortsatt motståndskraft i de flesta länder.

#### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
USA	2,9	2,3	1,8	1,9
Japan	0,3	1,2	0,9	0,6
Tyskland	1,5	0,6	0,7	1,0
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Storbritannien	1,3	1,3	1,0	1,1
Euroområdet	1,9	1,2	1,1	1,2
Norden	1,9	1,5	2,0	1,7
Baltikum	4,2	3,4	2,2	2,5
OECD	2,3	1,7	1,6	1,7
EM	4,7	4,0	4,2	4,5
Världen, PPP	3,6	3,0	3,1	3,3

Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity (köpkraftskorrigerat).

**BNP-tillväxten bottnar 2019-2020.** Generellt har de kraftiga humörsvägningarna på de finansiella marknaderna det senaste året inte haft någon motsvarighet i de realekonomiska prognoserna. Nedjusteringarna under loppet av 2019 var relativt små och den senaste tidens "metkrokar" som kan skönjas för industrikonjunkturen i allmänhet och pressade branscher som bil- och techindustrin i synnerhet har inte heller lett till någon nämnvärd upprevidering av BNP-prognoserna framöver. Den globala BNP-tillväxten ser ut att ha bottnat

2019 och stiger nu något till 3,1 respektive 3,3 procent 2020-2021 främst beroende på en återhämtning för tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM).

**Fortsatta politiska frågetecken.** De osäkerhetsfaktorer som i varierande grad har hämmat tillväxten de senaste åren lär i olika grad kvarstå 2020-2021. Spänningarna mellan USA och Kina har flera bottnar och den senaste månadens dramatik i relationen mellan USA och Iran accentuerar det latent mycket spända läget i Mellanöstern. Förhandlingarna om framtida relationer mellan EU och Storbritannien kommer också att bli komplicerade och utdragna, vilket fortsätter att hämma den ekonomiska aktiviteten framför allt i Storbritannien. Men samtidigt har inblandade aktörer i alla dessa spänningsfält starka skäl att undvika en eskalerande utveckling. Det är därför inte sannolikt att de kommer att utgöra huvudorsaken till ett recessionsutbrott.

**Stort manöverutrymme för centralbanker.** När riskerna från en efterfrågedriven recession – orsakad av t ex spridningseffekter av en industrinedgång eller handelskonflikter – minskar riktas fokus än mer mot frågor om tillväxtpotentialen från utbudssidan. Trots historiskt låg arbetslöshet är löneökningarna fortsatt dämpade. Det bidrar till en inflationsmiljö som ger centralbanker stora möjligheter att fortsätta stötta ekonomierna. Ramverksförändringar och signaler att tongivande centralbanker är beredda att acceptera viss "overshooting" efter lång period med inflationstakter under målen bidrar till ytterligare handlingsutrymme. Med så tydliga centralbanks-signaler är utrymmet för prognosvariationer inte så stort. Huvudfrågan, som vi analyserar i flera temartiklar och fördjupningsrutor, blir istället: hur stora är riskerna på längre sikt av en fortsatt expansiv penningpolitik som för med sig t ex skulduppbyggnad och upptrissade tillgångspriser?

**Brantare räntekurvor.** Centralbankernas signaler om en utdragen policypaus har bidragit till att obligationsräntorna stabiliserats en bit över tidigare bottenivåer. Centralbankernas reaktionsfunktioner är i rådande låg-inflationsmiljö asymmetriska, d v s sänkningar ligger närmare till hands än höjningar. Det pressar ned korta räntor och leder till en brantning av avkastningskurvorna. Vår tro på ännu en Fed-sänkning i september i år bidrar till en tillfällig nedgång i 10-åriga USA-räntor som sedan gradvis drar sig uppåt mot en nivå strax

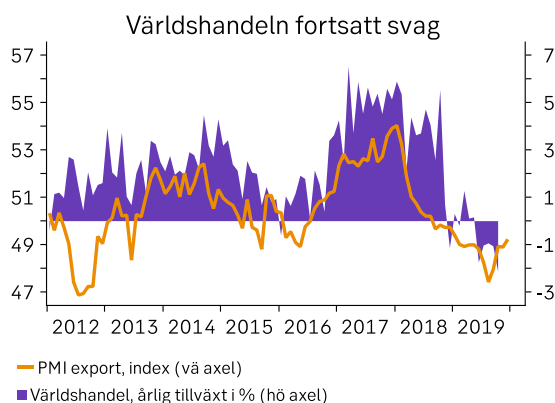
över 2,00 procent i slutet av 2021. Vi räknar med att ECB avstår från ytterligare sänkningar medan det återstartade QE-programmet lägger ett lock på uppgången i tyska räntor. Den 10-åriga tyska statsräntan handlas till strax över noll procent i slutet av 2021.

**Positivt risksentiment ger svagare dollar.** Riskaptiten dominerade utvecklingen på valutamarknaden i fjol och gynnade under stora delar av 2019 defensiva valutor som den amerikanska dollarn. Positiva tillväxtsignaler och framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina gör att dessa dollarpositiva drivkrafter nu klingar av. Att dollarn långsiktigt är övervärderad bidrar också till den förväntade försvagningen där EUR/USD väntas stiga gradvis till 1,20 i slutet av 2021. Riksbankens höjning till noll har tagit bort ännu en kronnegativ faktor. Kronan är långsiktigt undervärderad och bör kunna stärkas ytterligare något i en gradvis mer positiv omvärldsmiljö. EUR/SEK ligger kring 10 i slutet av 2021. Avtagande oro för global tillväxt i kombination med en i internationell jämförelse hög styrränta ger stöd för norska kronan som i slutet av 2021 väntas ligga på 9,70 mot euron.

**Svagt stigande börser.** Viss tillväxtacceleration och ultralåga räntor ger stöd för den rådande höga börsvärderingen. Huvudscenariot för börserna är en svagt positiv avkastning med god utveckling för både cykliska industribolag och strukturellt gynnade tillväxtbolag inom digitalisering och hållbarhet.

### Mindre men ändå hög handelsosäkerhet

Global handel fortsätter att utvecklas svagt, men i takt med att osäkerheten kring handelspolitik reduceras och att bil- och telekomsektorn återhämtar sig, väntas handeln volymmässigt växa med ca 2 procent både 2020 och 2021.



### Både positiva och negativa trender i handelspolitik.

Att USA och Kina nu har skrivit under fas1-avtalet och att man fortsätter förhandla har minskat osäkerheten. Höstens presidentval dämpar troligen Vita husets vilja att gå in i nya handelskonflikter. Dessutom väntas de tio ASEAN-länderna i Sydostasien tillsammans med Australien, Japan, Kina, Sydkorea och Nya Zeeland ingå en handelspakt under hösten. De 15 länderna ger även Indien möjlighet att ansluta senare. Avtalet blir därmed världens största med ekonomier som utgör 33 procent av global BNP. Under 2019 träffades därtill en rad andra avtal t ex mellan USA och Japan, EU och flera

sydamerikanska länder, EU och Japan samt mellan nästan samtliga afrikanska länder.

### USA: Handelsoron har dämpats under hösten



### Dessvärre kvarstår flera orosmoln för global handel.

USA:s handelspolitisk omgärdas av låg förutsägbarhet med stor risk att även redan ingångna avtal kan brytas. USA-Kina-relationen är mångfacetterad och komplicerad. Vi tror t ex att sannolikheten är ganska låg för att ett fas2-avtal ska undertecknas redan under 2020. Att Kina ska öka importen av USA-varor (bl a jordbruksvaror) med 200 miljarder dollar under två år lär ge Kina problem i relationerna med andra länder. För EU:s del gäller nu att dels undvika handelskonflikter med USA, dels snabbt få fram ett nytt handelsavtal med britterna på bara elva månader vilket lär bli svårt. För världen behövs även nystart för handelsorganisationen WTO som sedan december förra året haltar påtagligt när skiljedomstolen satts ur funktion; WTO-toppmötet i Kazakstan i juni kan i bästa fall ge WTO nödvändiga reformer.

### Ökat stöd för mjuklandning i USA

Inbromsningen för den amerikanska ekonomin blev mildare än väntat fjärde kvartalet och inledningen på 2020 har präglats av fortsatt optimism. Detta har förstärkt bilden av en ekonomi som bromsar in men undviker recession. Vi skriver upp BNP-prognosen för USA med en tiondel till 1,8 procent för 2020 men behåller 1,9 procent för 2021. Även om USA:s avkastningskurva inte längre signalerar recession (långa räntor är högre än korta) är det för tidigt att blåsa faran över. Historiskt sett har det dröjt i snitt 10 månader från det att kurvan inverterade till dess att en recession brutit ut. Feds helomvändning 2019 har dock minskat risken för policymisstag av det slag som historiskt utlöst nedgångar. Men att konjunkturuppgången nu slagit längdrekord i modern tid begränsar ändå potentialen på uppsidan. Vi tror dock att förvärvsfrekvensen kan fortsätta uppåt ytterligare några procentenheter och att arbetslösheten stabiliseras runt historiskt låga 3,5 procent.

### Stabiliseringstendenser i euroområdet.

Industrisentimentet är fortsatt svagt och den senaste PMI-siffran för industrin ligger kvar en bra bit under 50-strecket. Av de fyra stora länderna är det bara i Frankrike som industriföretagen tror på expansion i närtid. Indikatorbilden totalt sett har dock stabiliserats de senaste månaderna även om det lär dröja en bit in på 2020 innan BNP-siffrorna förbättras långsamt. Inbromsningen de senaste åren har varit tydligast i Tyskland, vilket i hög grad beror på industrins stora andel av ekonomin.

### BNP-tillväxt, euroområdet

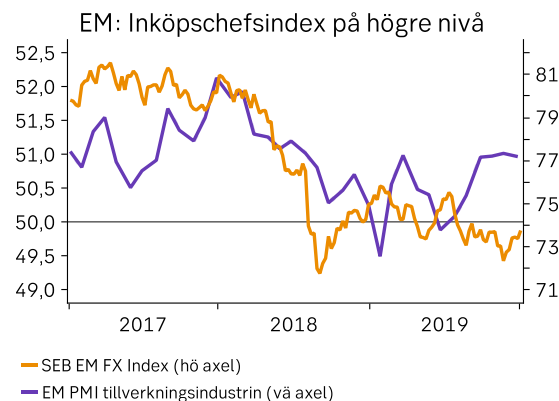
Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Tyskland	1,5	0,6	0,7	1,0
Frankrike	1,7	1,3	1,2	1,4
Italien	0,8	0,2	0,5	0,7
Spanien	2,4	2,0	1,8	1,8
Euroområdet	1,9	1,2	1,1	1,2

Källa: IMF, SEB

**Vi väntar oss en viss förbättring för Tyskland** men tillväxten förblir lägre än vad vi är vana vid. Frankrike och Spanien fortsätter däremot att växa snabbare än regionen som helhet. Blickar vi framåt bidrar struktur-reformer, bl a på arbetsmarknaden, sannolikt till en förbättrad tillväxtpotential i dessa länder. Även om protesterna mot president Macrons reformagenda fortsätter i Frankrike ser den ändå ut att gradvis få en bredare acceptans. Minskade handelsrisker och ljusare EM-utsikter bidrar också till högre export framöver. BNP-tillväxten fortsätter mattas i år men vänder upp till 1,2 procent år 2021.

**Kvadröjande brexitosäkerhet hämmar UK.** Tories starka majoritet i det nyvalda underhuset har i viss mån reducerat osäkerheten kring Brexit. Storbritannien lämnar EU den 31 januari och därefter följer en period med intensiva förhandlingar om bl a ett handelsavtal mellan parterna. Övergångslösningen under 2020 innebär att Storbritannien i praktiken kvarstår som EU-medlem men utan politiskt inflytande. Redan under 2021 ska dock det nya avtalet styra relationen mellan EU och Storbritannien. Brexitosäkerheten har hållit tillbaka företagens investeringar de senaste åren. Så länge avtal med EU saknas lär inte investeringarna återhämta sig. Det illustreras av att inköpschefsindex ligger under 50-nivån för samtliga huvudsektorer. Hushållens har hittills visat motståndskraft men svalare arbetsmarknad i ett läge med nedpressad sparkvot kan hämma konsumtionen framöver. I denna miljö räknar vi med att BNP-tillväxten faller tillbaka från 1,3 procent 2019 till runt 1 procent 2020 och 2021.



Källa: IHS Markit, Macrobond, SEB

### EM-ekonomierna accelererar

BNP-tillväxten 2019 i de snabbväxande ekonomierna (EM) ser ut att bli den lägsta sedan Kinas konjunktursvacka 2015. BNP-tillväxten växlar gradvis upp till 4,2 respektive 4,5 procent 2020 och 2021 men blir relativt svag i ett historiskt perspektiv. Kinesisk tillväxt fortsätter att bromsa i år då Peking lär vara fortsatt återhållsam med nya stimulansåtgärder – såväl penning- som finanspolitiska. Det övergripande målet är att minska finansiella risker genom att hålla tillbaka kreditillväxten. Endast om BNP-tillväxten riskerar att falla långt under målet på runt 6 procent kommer regeringen att sätta in kraftigare stimulansåtgärder. Uppväxlingen av tillväxttakten för EM drivs främst av andra stora ekonomier som Indien, Ryssland, Brasilien och Turkiet.

## Endast om BNP-tillväxten riskerar att falla långt under 6 procent kommer regeringen att sätta in kraftigare stimulanser

### Högre inflation hämmar europeiska EM-ekonomier.

Central- och östeuropeiska ekonomier som Polen, Ungern och Tjeckien ser ut att bromsa in något 2020. Hittills har en stark inhemsk konsumtion gett motståndskraft mot försvagningen i tysk industri. Framöver lär dock stigande inflation och minskat finanspolitiskt utrymme dra ned tillväxten i regionen. I Latinamerika dominerar bilden av Brasilien som efter den djupa krisen 2015-2016 och stora reformer ser ut att gå mot gradvis återhämtning. Vi väntar oss också en stabilisering i Argentina där vi tror att den nya administrationen under president Fernández söker en förhandlingslösning avseende de ohållbara utlandsskulder som landet dragit på sig sedan 2016. Efter ett svagt 2019 ser Mexikos ekonomi ut att återhämta sig något med draghjälp från det nya handelsavtalet med USA och Kanada. Osäkerheten kring Chiles ekonomi är däremot stor efter fortsatta protester riktade mot president Piñera och mot stora inkomstklyftor och sociala orättvisor.

### BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Indien	7,4	5,1	6,0	6,5
Brasilien	1,1	1,2	2,4	2,8
Ryssland	2,3	1,2	1,8	2,2
EM-ekonomier, totalt	4,7	4,0	4,2	4,5

Källa: IMF, SEB

**EM-inflationen bottnar ur under 2020** vilket tillsammans med stabil penningpolitik i USA och euroområdet minskar möjligheterna för ytterligare penningpolitiska



lättnader i EM. De räntesänkningar som genomfördes 2019 har dock ännu inte gett full effekt och blir en av drivkrafterna för EM-tillväxten 2020.

### Eskalering av USA-Iran-konflikten kan undvikas

USA:s drönarattack, som dödade den iranske generalen Suleimani i Irak den 3 januari 2020, innebär en avsevärt förhöjd geopolitisk risknivå med hot om fullskaligt krig i Mellanöstern och högre olje- och energipriser på världsmarknaden. Båda sidors återhållsamma agerande efter händelsen talar dock för att situationen inte eskalerar till ett krig. Vår bedömning är att president Trump inte vill överge sin "America First"-strategi, vilken bl a innebär att USA ämnar minska närvaron och inblandningen i konflikter som inte direkt hotar USA. För Trumps kärnväljare är det en viktig princip att landet inte ska agera världspolis genom att t ex föra krig i fjärran länder. Och även om ett högre oljepris gynnar amerikanska producenter skulle det slå hårt mot bilkörande amerikanska väljare och därmed höja det politiska priset för Trump.

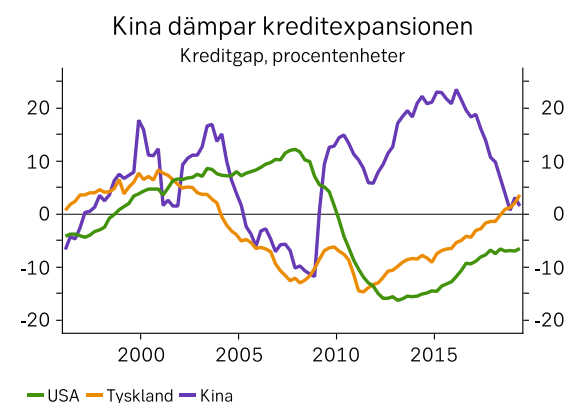
### Begränsat manöverutrymme för Irans regim.

Iran å sin sida har få incitament att gå in i ett krig man inte kan vinna och som skulle underminera redan svaga statsfinanser. Hatet mot USA:s involvering i Mellanöstern är vida spritt i regionen, men Irans religiösa ledarskap har svårt att utnyttja detta eftersom missnöjet är starkt också mot Irans regim både externt och internt. Risken för social och politisk oro i Iran skulle vara mycket stor om ekonomin försvagas än mer av ett krig. Högre oljepriser skulle också slå hårt mot Kina, en av Irans främsta stödjare. Vår bedömning är därför att man undviker en eskalering och att oljepriset väntas ligga relativt stabilt runt 70 USD per fat de närmaste åren.

**Kinas roll ökar på sikt.** Det är svårt att bedöma hur det amerikanska agerandet kan komma att påverkas på lite längre sikt. Trumps löften om att dra sig ur de till synes olösliga konflikterna i Mellanöstern gav viktiga röster i valet 2016. Men det kommer ändå att bli mycket svårt för USA att minska närvaron i regionen såväl på grund av interna amerikanska intressekonflikter som påtryckningar från allierade länder som Saudiarabien. Möjligen kommer USA att betraktas som en alltmer opålitlig och oförutsägbar aktör vilket kan försämra framtida presidenters möjligheter att medla och garantera eventuella fredsavtal i regionen. På längre sikt lär troligtvis det vakuum som uppstår om USA:s engagemang i Mellanöstern minskar att fyllas av Kina och i viss mån även av Ryssland.

### Bör vi oroas för de växande skulderna?

Den globala skuldsättningen slog enligt IIF (Institute of International Finance) nytt rekord i slutet av 2019 på ca 300 procent av global BNP om man räknar in såväl offentlig som privat sektor inklusive finanssektorn. Man kan skönja en ambivalens inför stigande skulder hos såväl beslutsfattare som analytiker/investerare. Utvecklingen kan ses som en naturlig konsekvens av det exceptionellt låga ränteläget och en ekonomisk politik som just försöker locka fram ökat risktagande. Men den höga skuldsättningen ökar också sårbarheten och har historiskt föregått ekonomiska nedgångar. I vissa länder, som Sverige, införs därför åtgärder inom ramen för makrotillsynen som ska bromsa skuldutvecklingen.



Källa: BIS

I temaartikeln "En värld full av skuld" (se s 16) analyseras särskilt företagsskulderna i Kina och USA samt den stigande amerikanska statsskulden. Analyser av såväl den finansiella cykeln som nuvarande position i kreditykeln ger lugnande besked för den privata sektorns skuldsättning i både USA och Kina. En solid lågräntemiljö och centralbankernas QE-politik stärker också förmågan att hantera en historiskt hög privat skuldsättning. Vi rör oss dock i okänd terräng och flerårig expansiv penningpolitik kan dölja krafter som inte uppenbaras förrän det finansiella systemet utsätts för stress.

### Höga underskott och fallande räntebörda

Procent av BNP

	USA	JAP	ITA	TYS	SVE
Räntekostnad 1995	6,2	3,3	11,1	3,5	5,1
Räntekostnad 2018	4,0	1,5	3,7	0,9	0,5
Budgetsaldo 2018	-5,7	-3,2	-2,2	1,9	0,8

Källa: Macrobond

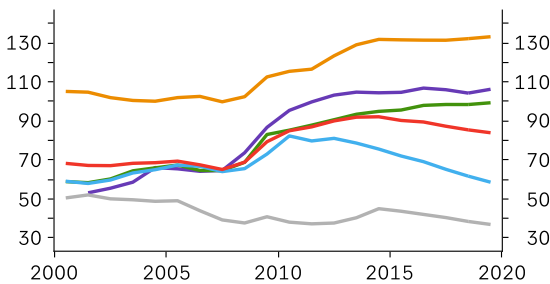
### Omprövning av smärtgränsen för offentlig skuld?

Frågan om lämplig statsskuld nivå har kommit än mer i fokus det senaste året när förnyad oro för svag underliggande tillväxttakt (sekulär stagnation) kombinerats med insikter om att penningpolitikens försvagade verkningsgrad och brist på ammunition (likviditetsfällan). I temaartikel på sid 13 analyseras i vilken grad det är möjligt att finanspolitiken ska kunna ta ett större stabiliseringspolitiskt ansvar som ett svar på centralban-

kers rop på hjälp. Det finns en rad argument som talar för att så blir fallet. Finanspolitikens verkningsgrad förstärks i en lågräntemiljö. Skuldbördan blir också mindre betungande när nominell ränta under överskådlig tid ser ut att vara lägre än den nominella BNP-tillväxten. Därmed frigörs finansiella resurser för välkomna satsningar på t ex infrastruktur, klimat och utbildning. Som ny ECB-chef, och tidigare fransk finansminister, har t ex Christine Lagarde snabbt tagit täten när det gäller att efterlysa finanspolitiska stimulanser och ECB:s chefs-ekonom Philip Lane har också argumenterat för att ECB:s löfte om en långvarig expansiv penningpolitik förändrar spelplanen.

**Begränsad stimulansdos trots allt.** Det finns samtidigt en rad krafter och argument som håller emot och bidrar till att stimulansdosen de närmaste åren väntas understiga 0,5 procent av BNP. I USA ligger budgetunderskott och statskuld redan högt och sannolikt kommer den nyvalda kongressen att präglas av inneboende blockeringar. Svaga statsfinanser i Italien och Frankrike gör att Maastrichtfördragets regelverk sätter betydande begränsningar i euroområdet även om tillämpningen luckras upp lite. Det strama resursläget med historiskt låg arbetslöshet är också argument som försiktiga regeringar, som den tyska, kan anföra mot generella satsningar. Andra röster som manar till försiktighet börjar också göra sig hörda. IMF:s förre chefekonom Kenneth Rogoff varnar för att ta det låga ränteläget för givet och slår fast att snabbväxande statskulder, oavsett nivåer på ränta och tillväxt, alltid slutat i kris.

Divergerande skuldtrender  
Offentlig skuld, procent av BNP



— Sverige — Euroområdet — Tyskland — Frankrike — Italien — USA  
Source: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

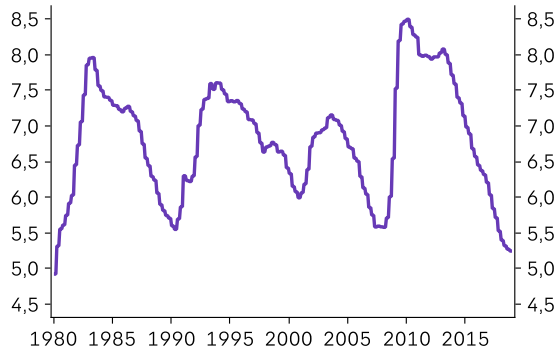
**Fortsatt stum Phillipsskurva**

Arbetsmarknaden fortsätter att visa motståndskraft mot avmattningen i BNP-tillväxten. Även om arbetslösheten visar utplaningstendenser har den fortsatt nedåt i OECD-området som helhet. Detta är en viktig förklaring till att inhemsk konsumtion hållits uppe när industrikonjunkturen har försvagats. Baksidan är dock att det reflekterar en fortsatt mycket svag produktivitetutveckling som hämmar potentialen för tillväxten på sikt. Lönerna har rört sig långsamt uppåt i många länder men den senaste tiden har de fallit tillbaka en del i USA och Japan. Med en ökningstakt på runt 2-3 procent utgör de i nuläget inget hot mot inflationsmålen. Vår prognos innebär att arbetslösheten nått botten och väntas ligga ganska stabilt nära dagens nivå de närmaste åren. Phillipssambandet mellan

arbetslöshet och löner/priser skulle således inte testas så mycket hårdare än vad som redan skett. Men man bör komma ihåg att det historiskt varit mycket ovanligt att arbetslösheten legat still under så lång tid i de västliga industriländerna.

**Man bör komma ihåg att det historiskt varit mycket ovanligt att arbetslösheten legat stilla under så lång tid**

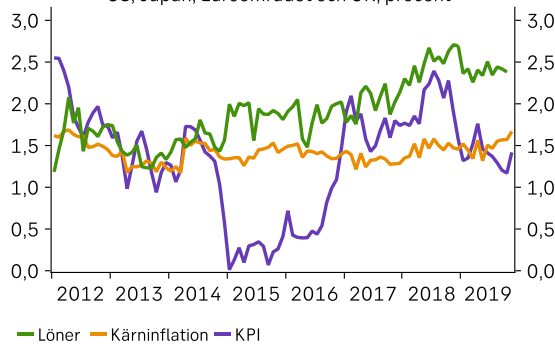
Arbetslösheten på 38-årslägsta  
Procent av arbetskraften i OECD-området



Källa: OECD (Organisation for Economic Co-operation & Development), Macrobond, SEB

**”Lowflation”-miljön består.** Även andra faktorer talar för en fortsatt återhållen inflationstakt. Världsmarknadspriserna på konsumtionsvaror visar generellt inga tecken på att växla upp. Den afrikanska svinpesten har lett till stigande livsmedelspriser i Kina och vissa spridningseffekter till grannländerna. Det finns vissa tecken på att även Europa påverkas men generellt har inte världsmarknadspriserna på jordbrukssidan ökat speciellt mycket. Sammantaget innebär detta att vi inte tror att den senaste tidens försiktiga uppgång i kärninflationen i USA och euroområdet är början på någon ny trend.

Viss ökning i kärninflation men inget trendbrott  
US, Japan, Euroområdet och UK, procent



Källa: Macrobond, SEB

**Feds inflationsriktmärke kvar under målet.** I USA nådde kärninflationen 2,3 procent under andra halvåret

2019. Vi räknar med att kärninflationen enligt KPI faller tillbaka något i år till 2,0 procent följt av svag uppgång 2021. Feds fokus är dock konsumtionsdeflatoren (PCE) vars senaste notering är så låg som 1,6 procent. Differensen mellan de båda måtten har varit historiskt hög under en längre tid. Detta beror i första hand på relativt snabbt ökande hyror, som har nästan dubbelt så stor vikt i kärn-KPI som i kärn-PCE. Vi tror att denna differens i huvudsak kommer att bestå och kärn-PCE väntas inte nå högre än till 1,8 procent mot slutet av 2021 och således understiga målet under hela prognosperioden.

### Ökat fokus på risker med minusräntor

Centralbankers penningpolitik fortsätter att utmanas av nedåtpressen på neutrala räntor genom sparöverskott och låg investeringsbenägenhet. I många EM-ekonomier, främst i Asien, finns fortfarande ett visst utrymme att lätta på penningpolitiken 2020-2021 i spåren av avtagande inflationstryck. Men för flertalet europeiska centralbanker, liksom den japanska, är sänkingsdörren i princip stängd. Istället riktas fokus alltmer mot riskerna med noll- eller minusränta. Riksbankens beslut att i december att lämna minusräntan kan tolkas som indirekt "erkännande" av risker/avigsidor med negativa räntor.

### Försiktiga justeringar av penningpolitiska ramverk.

Feds pågående översyn ska vara klar i mitten på 2020 medan ECB nu inleder ett arbete för att utvärdera politikens mål och verktyg. Någon större policyrevolution lär knappast bli aktuell utan det handlar mer om att "mjuka upp" inflationsmålen något. Fed ser t ex ut att gå mot att eftersträva en inflation på "i genomsnitt 2 procent" vilket betyder att en period med inflation under 2 procent kan följas av att inflationen tillåts ligga över 2 procent (d v s makeup strategy). Vi tror även att ECB:s mål revideras i mer symmetrisk riktning jämfört med dagens "under men nära 2 procent". Fed och ECB väntas bekräfta att okonventionella verktyg, som t ex tillgångsköp och tydlig guidning om framtidens penningpolitik, numera ska betraktas som normala verktyg.

### Centralbankers styrräntor

Procent

	15 jan	Jun	Dec	Dec
	2020	2020	2020	2021
Federal Reserve	1,75	1,75	1,50	1,50
ECB (inlåningsränta)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bank of England	0,75	0,50	0,50	0,50
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Riksbanken	0,00	0,00	0,00	0,00
Norges Bank	1,50	1,50	1,50	1,50

Källa: Centralbanker, SEB

**Små justeringar i policyräntor.** När det gäller de praktiska konsekvenserna för räntepolitiken drar diskussionen ovan åt två olika håll. Å ena sidan innebär ökade insikter om avigsidor med en extrem inriktning av penningpolitiken att tröskeln för ytterligare stimulanser höjs, t ex för euroområdet och Sverige, vilket i bästa fall kan kompenseras med lite aktivare finanspolitik. Ramverksförändringar som ökar centralbankernas utrymme för att acceptera högre inflation innebär å andra si-

dan att också tröskeln för räntehöjningar höjs. Höjda trösklar i båda riktningar bidrar till att vi tror på små förändringar i räntepolitiken i de utvecklade ekonomierna de närmaste åren. Fedhöjningar ter sig avlägsna och vi tror istället att man levererar ytterligare en sänkning i september 2020 när lågt inflationstryck och förändrat ramverk ger manöverutrymme. Betydande nedjustering av tillväxtutsikterna i Storbritannien gör att Bank of England troligen svänger om och levererar en sänkning i maj. Bank of Japan och ECB väntas däremot ligga stilla. ECB behåller en duvaktig bias; om något behöver göras är sänkt ränta mer sannolikt än större tillgångsköp.

### BNP-tillväxt, Norden

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Sverige	2,2	1,1	1,1	1,7
Norge	1,3	1,5	3,6	2,1
Danmark	2,4	2,1	1,8	1,5
Finland	1,7	1,6	1,5	1,5

Källa: IMF, SEB

**Räntepaus även i Norden.** Svensk ekonomi drogs i följd med i den globala svackan och tillväxten bromsade in tydligt under trend. Trots svalare konjunktur och arbetsmarknad, höjde Riksbanken reporäntan till 0 procent i december 2019. Riksbanken signalerar nu en lång räntepaus på noll och ribban för att både sänka och höja räntan är hög. Vi tror också att räntan kommer att ligga still under prognosperioden men en låg inflation talar ändå för att nya stimulanser är mer sannolika än nya steg mot normalisering. Begränsat marknadsutbud när det gäller lämpliga obligationer hämmar Riksbankens möjligheter att stimulera via tillgångsköp, men detta kan ändras i ett läge med djupare ekonomisk nedgång och ökade lånebehov. De positiva impulserna från olje- och gassektorn till övrig norsk ekonomi mattas nu och tillväxten bromsar in i linje med långsiktig trend. Norges Bank har gått från en sista höjning i september förra året till relativt neutral hållning framöver. Avtagande risker för finansiell stabilitet, i spåren av bl a regleringar, har också minskat behovet av fortsatta åtstramningar. Alltjämt högt resursutnyttjande och en inflation nära målet innebär å andra sidan att steget till sänkningar förblir långt. Vi tror att styrräntan ligger kvar på 1,50 procent perioden ut.

### Försåtliga risker i okända farvatten.

Även om det är för tidigt att andas ut ser spridningseffekterna av industrisvackan ut att bli begränsade. Detta följer mönstret från senare decennier där industrinedgångar inte haft kraften att orsaka breda recessioner. Det verkar krävas någon form av policyåttstramning eller finansiell chock för att orsaka detta. I denna situation sätter internationella organisationer tonen med prognoser som innebär en viss återhämtning 2020 och 2021 men med en global tillväxttakt som är lägre än de senaste decenniernas genomsnitt. Detta kan motiveras med att många EM-ekonomier nått en så hög utvecklingsnivå att det är svårt att hålla uppe tidigare höga trendtillväxt. Därtill kommer utbudsrestriktioner för de utvecklade ekonomierna när arbetslösheten ligger på den lägsta nivån på 40-50 år och i många fall under tidigare bedömningar av jämvikt. Arbetslösheten ligger kvar på en stabilt låg nivå de närmaste åren.

**Mjuklandningar historiskt ovanliga.** En sådan prognosansats är klädsamt anspråklös i en situation där det är svårt att på ett trovärdigt sätt peka ut specifika "triggers" som ska få konjunkturen på fall. Samtidigt har den historien emot sig eftersom Nordamerika och Västeuropa i modern tid aldrig har mjuklandat i ett liknande tillstånd med varaktigt låg arbetslöshet. Det är då viktigt att fundera på riskbilden och på hur den rekordlånga uppgång vi nu är inne skulle kunna sluta.

**Finansiella excesser kan smyga sig på.** Feds omsvängning med räntesänkningar under 2019 i kombination med signaler och utfästelser om varaktigt mycket expansiv penningpolitik från andra centralbanker har befast bilden av ett generellt mycket lågt ränteläge under överskådlig tid. Detta öppnar upp för en omvärdering av vad som är rimliga jämviktsnivåer för tillgångspriser t ex i form av PE-tal på aktiemarknaden. I en sådan miljö är det naturligt att tillgångspriserna fortsätter uppåt och att börskurserna stiger snabbare än vad den underliggande vinstutvecklingen motiverar. Men samtidigt är det svårt att överblicka alla konsekvenser av en sådan finansiell omprisering t ex vad det gäller politiska spänningar i form av ökande klyftor, graden av efterfrågestimulans via förmögenhetskanalen eller effekterna på pensionssystemen. Upprissade tillgångspriser skapar alltid sårbarhet den dagen de underliggande förhållandena, t ex avseende räntemiljön, förändras.

Historien visar också att ekonomer har svårt att förutse när sådana "regimskiften" i underliggande fundamenta sker.

**Phillipskurvan kan vakna till liv.** Att sambandet mellan pris- och lönebildningen och läget på arbetsmarknaden (Phillipskurvan) försvagats har diskuterats flitigt på senare år. Vi kan nu se en tendens till lite högre löneökningar i många länder men fortfarande är nivån inget som hotar låginflationsmiljön. Det är ändå lite anmärkningsvärt att debatten om ytterligare stimulansbehov, med bl a uppluckring av finanspolitiska regelverk, förs i en miljö med så låg arbetslöshet. Om lönerna verkligen drar iväg lite tydligare vid en kritisk nivå på arbetslösheten skulle det kunna få stora konsekvenser. Även om centralbankerna inte behöver tvärbromsa utan kan visa överseende med viss "overshooting" av inflationen kan vi ändå hamna i en labil miljö med vinstpress och förvirring kring den ekonomiska politiken som kan få stora negativa konsekvenser.

### Förstärkningseffekt av geopolitiska spänningar.

Olika former av politisk osäkerhet har varit i fokus det senaste året men effekterna på finansiella marknader har trots allt varit begränsade och framför allt temporära. Detta följer också det historiska mönstret där den underliggande cykliska utvecklingen normalt har en dominerande roll. Guldkriget 1990 och attackerna mot World Trade Center 2001 med åtföljande konflikter inträffade dock i en miljö som var extra sårbar med "övermogn" konjunkturcykler, hög skuldsättning och stora sektorsvisa obalanser. I en sådan situation var de kapabla att utlösa och/eller förstärka en bredare ekonomisk nedgång, vilket kan utgöra varnande exempel.

**Balanserade risker under prognosperioden.** Vi står fast vid synen att riskbilden för de närmaste åren är ganska balanserad. På lite kortare sikt är nedåtriskerna främst kopplade till besvikelser på handelsområdet. Det finns också en potential på uppsidan om industrikonjunkturen återhämtar sig snabbare än väntat. En uppväxling av produktivitetstakten t ex i spåren av tekniska landvinningar kan också förbättra utsikterna på utbudssidan i högre grad än vad som ligger i vårt huvudscenario. De risker som diskuteras i denna box gäller främst på lite längre sikt och blir mer relevanta ju mer cykeln åldras och ju längre den finansiella omprisningen fortskrider.

Tema:

# Finanspolitik

Centralbanker ropar på hjälp, vad kan finanspolitiken göra?

När centralbankernas stimulansmöjligheter sinar och lågräntepolitikens mörka sidor alltmer kommer i fokus blir frågan om finanspolitikens roll och möjligheter allt viktigare. Vi följer här temaartikeln "Minusräntans värld" i NO November 2019 och tittar in i finanspolitikens värld samt analyserar förutsättningarna för en förändrad relation mellan policygrenarna. Vissa tecken tyder på att vi kan få se mer samarbete och en bättre policymix när centralbankslöften om låga räntor förstärker finanspolitikens verkningsgrad. Centralbankers och politikers olika roller och mål begränsar dock utrymmet för finanspolitiska stimulanser i ett läge med redan höga skulder och ansträngt resursutnyttjande i flera länder.

**Från uppdelat ansvar till mer samarbete?** Till att börja med bör man fråga sig hur den grundläggande ansvarsfördelningen för konjunkturpolitiken ska se ut. En av anledningarna till att centralbankerna gjordes mer oberoende och att inflationsmålen infördes på 1980- och 90-talen var att den aktiva finanspolitiken delvis hade misslyckats; främst under 1970-talet. Politiken präglades av timingproblem; ofta kom effekterna av policyförändringar med alltför stor fördröjning. Det fanns också en tendens till gradvis stigande skattetryck och strukturellt bräckliga offentliga finanser. Den nya rollfördelningen gav oberoende centralbanker det stabiliseringspolitiska huvudansvaret. Huvuduppdraget att säkerställa stabilt penningvärde formulerades efter hand som explicita inflationsmål. Regeringarnas finanspolitik skulle istället fokusera på strukturfrågor och nöja sig med att bidra till konjunkturutjämning via de automatiska stabilisatorer som finns inbyggda i skatte- och bidragssystemen. I europeiska ekonomier med relativt högt skattetryck och ambitiösa trygghetssystem är de automatiska stabilisatorerna mer verkningsfulla än i t ex USA.

**Kan finanspolitiken undvika historiska misstag?** Att penningpolitiken nu har brist på ammunition och därtill troligen också försvagad verkningsgrad talar för en finanspolitisk renässans. Det är dock rimligt att fundera på i vilken grad finanspolitiskt ansvariga politiker nu har bättre förutsättningar att undvika gamla synder. Timingfrågor hamnar också direkt i fokus när man

funderar på en expansiv finanspolitik i ett läge då arbetslösheten i industriländerna är den lägsta på 40-50 år samtidigt som statsskuld och budgetunderskott redan i utgångsläget är höga i många länder. En annan fråga är i vilken grad en mer formaliserad koordinering av finans- och penningpolitik påverkar förutsättningarna för centralbankernas oberoende.

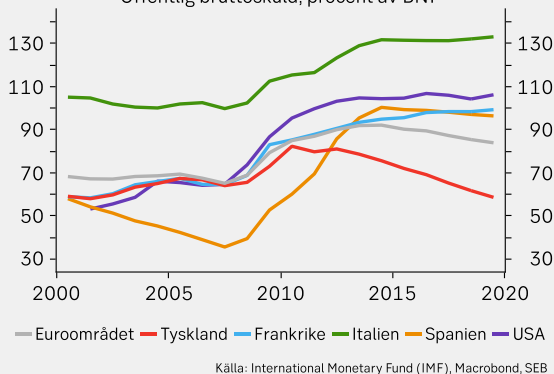
**Risk för obalans mellan penning- och finanspolitik.**

Att centralbankernas rop på hjälp kommer i ett läge med högt resursutnyttjande komplicerar onekligen situationen. En komplikation kan vara att centralbankerna fokuserar på ett snävare inflationsmål medan finanspolitiken har bredare perspektiv. Detta är tydligt i den tyska och svenska debatten. I Tyskland beskriver regeringen ekonomin som alltför stark för att stimulanser ska vara lämpliga så länge som inte utsikterna försämras. Även i Sverige har regeringen under en längre tid beskrivit ekonomin som överhettad. Med tanke på hur osäkra skattningar av t ex jämviktsarbetslösheten och produktionsgap är borde finanspolitiken också ta chansen att stimulera så länge riskerna för en skadlig uppgång i priser och löner ter sig mycket små. Detta skulle mildra tendenser till att penningpolitiken överutnyttjas och finanspolitiken hålls för stram.

**Viktigt att hålla isär struktur- och konjunkturpolitik.**

Trots allt måste dock finanspolitiken beakta andra aspekter än inflationsmålen. Många åtgärder som nu diskuteras har långsiktiga strukturella konsekvenser och kan inte reverseras när fokus istället flyttas till behov av åtstramningar. Offentliga investeringar som ger tillräcklig samhällsekonomisk avkastning bör t ex genomföras oavsett konjunkturläge. Vissa skattesänkningar kan också ha så stora positiva utbudseffekter att de till och med dämpar inflationen. Det grundläggande syftet med åtgärderna kan således inte vara att hjälpa centralbankerna att få upp inflationen. Men i praktiken bör inte detta dilemma överdrivas. Det är inte svårt att hitta exempel på stimulansåtgärder som är strukturellt motiverade och som entydigt tenderar att lyfta efterfrågan och inflation som t ex väl valda skattesänkningar eller satsningar på välfärd, infrastruktur eller grön omställning.

Höga skuldnivåer i flera länder  
Offentlig bruttoskuld, procent av BNP



**Hög skuldnivå men lätt räntebörda**

Att den offentliga skulden i de flesta länderna successivt ökat de senaste decennierna begränsar manöverutrymmet för finanspolitiken. Trots hyfsad

BNP-tillväxt och fallande arbetslöshet har skulden i många länder bitit sig fast på de höga nivåer som etablerades i spåren av finanskrisen. Länder som USA, Frankrike och Italien ligger alla nära, eller över 100 procent av BNP. Det finns dock undantag som t ex Tyskland och Sverige där skuldkvoten sjunkit markant. Även i euroområdet som helhet har den fallit tillbaka.

**Minskande underskott och låg räntebörda.**

Ser man på budgetunderskotten är bilden också blandad. I Väst-europa har läget förbättrats och i euroområdet som helhet ligger underskotten i paritet med de lägsta nivåer som uppnåtts sedan euron infördes 1999. Flera stora länder som Frankrike, Italien och Spanien brottas dock med betydande underskott. Det exceptionellt låga ränteläget gör dock att de flesta länder nu har en historiskt mycket låg räntekostnad för sina statsskulder.

**Höga underskott och fallande räntebörda**

Procent av BNP

	USA	JAP	ITA	TYS	SVE
Räntekostnad 1995	6,2	3,3	11,1	3,5	5,1
Räntekostnad 2018	4,0	1,5	3,7	0,9	0,5
Saldo 2018	-5,7	-3,2	-2,2	1,9	0,8

Källa: Macrobond

**Hög skuldbörda är aldrig oproblematisksk.**

Att den låga räntebördan minskar riskerna för ohållbar skulddynamik är ett viktigt argument för den finanspolitiska renässansen. Den minskar t ex riskerna för utträngning av andra offentliga utgifter eftersom det är rimligt att tro att räntenivån kommer att förbli låg under över-skådlig tid (se temaartikel "En värld full av skuld" sid. 13). Det finns ändå potentiella risker och nackdelar med en hög offentlig skuldnivå eftersom politikerna till slut alltid kommer att ställas inför viktiga prioriteringar. En låg offentlig skuld är bl a en försäkring mot oväntade händelser t ex klimatrelaterade. Bördorna som följer av en åldrande befolkning i form av t ex pensioner samt vård och omsorg är också svåra att överblicka. En måttlig statsskuld ökar möjligheterna att parera oförutsedda chocker och infria löften och förväntningar på sätt som minskar riskerna för politisk instabilitet. Även om centralbanker i nuläget lovar låga räntor länge är det inte något som kan tas för givet. Nästa kris kanske inte, som den förra, resulterar i lägre räntor. Många ekonomier är också sårbara för institutionella förändringar, vilket inte minst hanteringen av eurokrisen visade. De första årens valhanta respons från ECB och andra EU-institutioner förvärrade snarast marknadens misstro mot de perifera ländernas möjligheter att hantera sina skuldproblem. När Draghi lanserade sin "Whatever it takes"-strategi svängde pendeln om åt andra hållet.

**Divergerande regionala förutsättningar**

När man diskuterar utsikterna för en global finanspolitisk vitamininjektion är Japan exceptionellt. Med en statsskuld på 235 procent av BNP görs en del försök till konsolidering med den nyligen genomförda momshöjningen som exempel men samtidigt lanseras nya stimulanspaket. När det gäller USA och Europa finns flera intressanta skillnader. Efter Trumpadministrationens

omfattande stimulanser som kulminerade 2017 och 2018 är nu USA:s statsfinanser generellt klart sämre än i Västeuropa. Det hindrar inte att det finns en frejdig amerikansk debatt om ytterligare stimulanser framför allt med radikala och omvälvande idéer inom ramen för den s.k. *Modern Monetary Policy* (MMT). Att den institutionella situationen är enklare i USA jämfört med framför allt euroområdet och att dollarn fortfarande är världens i särklass viktigaste reservvaluta ger extra utrymme för experimenterade. Om någon av de demokratiska kandidaterna på vänsterkanten (Elisabet Warren eller framför allt Bernie Sanders) vinner presidentvalet skulle möjligen de finanspolitiska kranarna kunna öppnas mer dramatiskt. Men det mesta talar för återval av Trump eller att någon av de demokratiska mittenkandidaterna går segrande ur striden och då är vår huvudprognos att finanspolitiken blir mindre expansiv än den varit under Trumps första mandatperiod.

**Europeiska ramverk en tvångströja?** När allt kommer omkring är det nog framför allt i EU som diskussionen blir mest intressant att följa. Men frågan är i vilken grad euroområdet är beredda att lätta upp sitt regelverk. Det har ännu inte gått ett decennium sedan den existentiella eurokrisen bröt ut och som åtminstone delvis ansågs ha sina rötter i bristande budgetdisciplin. Huvudreglerna, som lite förenklat innebär att ländernas underskott ska vara lägre än 3 procent av BNP samtidigt som offentliga skulden inte ska överstiga 60 procent av BNP, begränsar tydligt manöverutrymmet i Frankrike, Italien och Spanien. Därtill kommer självpåtaga restriktioner i Tyskland. Merkels regering har infört regler om att budgeten ska balanseras ("schwarze null") och grundlagen innebär att det federala underskottet högst får ligga på 0,35 procent av BNP.

**Öppningar för förändringar.** Trots det strama regelverket kan man skönja tendenser till olika öppningar bl a genom ökat samarbete. Som ny ECB-chef, och tidigare fransk finansminister, har t ex Christine Lagarde snabbt tagit täten när det gäller att efterlysa finanspolitiska stimulanser. ECB:s chefsekonom Philip Lane har också argumenterat för att ECB:s löfte om en långvarig expansiv penningpolitik gör finanspolitiken mer effektiv (genom att göra de s.k. finanspolitiska multiplikatorerna större än normalt). Resonemanget ligger också i linje med OECD-studier som visar att verkningsgraden av en finanspolitisk expansion ökar om den kombineras med åtgärder som håller ner räntor t ex QE-program. Slutsatsen är inte speciellt förvånande eftersom man jämför med traditionella modellkörningar och erfarenheter där responsen på budgetstimulanser istället är räntehöjningar som motverkar den initiala stimulans-effekten. Det finns också politiska drivkrafter att lätta upp regelverket bl a för att motverka populism. Åtgärder som underlättar pågående klimatomställning har nog störst chanser att accepteras även om de formellt bryter regelverken kring underskott och skuld.

**Betydande trender och osannolikheter.** Även om vi sammantaget kan se vissa tecken till nytänkande och att centralbankernas rop på hjälp kan leda till en ökad samsyn och koordinering lär de faktiska förändringarna bli små

### Kan en tysk expansionschock få i gång Europa?

Tyskland är det enda av de fyra stora euroländerna som uppvisar budgetöverskott. År 2018 uppvisades ett rekordstort överskott nära 2 procent av BNP och skuldkvoten är på väg ned mot 60 procent av BNP. Detta har bidragit till återkommande krav på stimulanser från t ex OECD och IMF.

Hur stora effekter får då ett stimulanspaket för Tyskland och euroområdet? Vi bortser från restriktioner från regelverket och antar en stimulans på 2 procent av BNP fördelat över två år, dvs en dos på 1 procent av BNP per år. Den faktiska tillväxteffekten beror på flera faktorer som t ex vilka skatter och utgifter som förändras. De flesta skattningar tyder på att utväxlingen (multiplikatorn) på BNP blir större vid utgiftsförändringar än vid skatteförändringar. Effekten blir också större ju lägre resursutnyttjandet är i utgångsläget.

Skattningar av forskare och internationella organisationer landar i att tyska tillväxten blir ca 0,5 procentenheter högre av en stimulansdos motsvarande 1 procent av BNP. Men en vikt för tysk ekonomin på 30 procent blir den direkta effekten för hela euroområdet 0,15 procent. Till detta ska läggas indirekta effekter av ungefär samma storleksordning när ökad tysk efterfrågan stimulerar exporten i andra euroländer. Sammantaget landar vi alltså på ett lyft för euroområdets BNP-tillväxt av storleksordningen 0,3 procent per år. Om man också tar hänsyn till att stimulansen genomförs i en miljö utan motreaktioner från penningpolitiken utan snarast förstärks av en låg räntemiljö kan effekten bli lite större och nå upp mot 0,5 procentenheter. Det är en signifikant effekt men ändrar knappast den övergripande bilden av en ganska trög tillväxt i euroområdet

de närmaste åren. Politiska blockeringar och stora underskott i USA bidrar i hög grad till detta. I euroområdet finns tecken på islossning på vissa områden och det rekordlåga budgetunderskottet ger vissa frihetsgraderna samtidigt som Bryssels inställning verkar gå åt det mjukare hållet. Vår bedömning är att stimulansinjektionen hamnar under 0,5 procent av BNP per år vilket ger begränsat tillväxtbidrag. Situationen i svensk ekonomi med mycket starka statsfinanser, akuta utgiftsbehov på flera områden samt lägre resursutnyttjande än i de flesta andra länder ger i grunden stora möjligheter att anamma idéerna om en finanspolitisk renässans. Men det finanspolitiska ramverket och budgetöverenskommelsens 73-punktsprogram tillåter endast en mindre stimulansdos. Den nyligen publicerade riksbanksutredningen pekade visserligen på behovet av att centralbanker, politiker och myndigheter tar hänsyn till hur de egna åtgärderna påverkar andra områden men formuleringarna var alltför vaga för att få några större praktiska konsekvenser.

Tema:

# En värld full av skuld

Låga räntor och potentiella kriser

Världens skulder är rekordhöga. Skuldbilden är dock långt ifrån homogen. Räntorna är samtidigt extremt låga vilket också lyft tillgångspriserna. Det råder oenighet bland ekonomer dels om regeringars möjligheter att utnyttja ränteläget och tillåta stora budgetunderskott, dels om företagssektorn i USA och Kina kan utlösa en global skuldcrisis. Våra fortsatta analyser av finansiella cykler ger dock sammantaget lugnande besked. Det nya ränteläget ger även regeringar ökade finanspolitiska resurser. Vi rör oss emellertid i en okänd terräng och flerårig expansiv penningpolitik kan nu dölja krafter som inte uppenbaras förrän systemet sätts under stress.

Global skuldsättning – offentlig och privat inklusive den finansiella sektorn – väntas enligt Institute of International Finance (IIF) ha satt ett nytt rekord i slutet av 2019 på över 255 000 miljarder dollar. Det motsvarar ca 300 procent av global BNP. Skuldökningen 2019 väntas till 60 procent bero på utvecklingen i USA och Kina. Sedan 2007, dvs året före Lehman-kollapsen, har globala skulder som andel av BNP ökat med ca 40 procentenheter. Det är en dramatisk utveckling.

Det växande skuldberget är en källa till stor oro bland investerare, bl a att den ekonomiska tillväxten ska kollapsa under skuldbergets tyngd. Höga skulder ökar länders och världens sårbarhet vid allvarlig konjunkturbromsning eller räntechocker på grund av t ex förtroendeproblem. Det utgör även ett hot mot finansiell stabilitet (se också *"Minusräntans värld"* i senaste *Nordic Outlook* där avigsidor med okonventionell penningpolitik påtalades).

Det är främst tre skuldområden som tycks skapa oro för marknaden, ekonomer och politiska beslutsfattare:

1. USA:s snabbväxande företagsskulder,
2. USA:s budgetunderskott på 4-5 procent av BNP,
3. Kredittillståndet för Kinas statliga företag.

Men låga räntor bidrar också till pressade kostnader för offentliga skulder. Det frigör välkomna resurser för satsningar på t ex infrastruktur, klimat och utbildning.

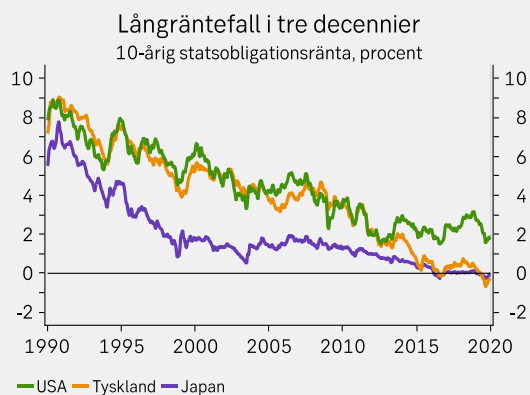


### Permanent lägre räntor – det är frågan

Ränteläget spelar en central roll för att bedöma skuldnivåernas uthållighet och rimlighet. Det ger också ett besked om regeringar har ett extra budgetutrymme för att dels stötta tillväxten när den penningpolitiska verktygs-lådan skramlar tom, dels minska ekonomisk ojämlikhet, dels satsa på reformer för framtida ekonomisk tillväxt. Ekonomer tycks vara överens om att om realräntan (r) kan väntas varaktigt vara lägre än real tillväxt (g) minskar risken för ohållbara skuldnivåer.

Avgörande:  $r - g < 0$ ?

**Globala räntor har fallit i minst 30 år.** Även om centralbankernas penningpolitik bidragit till utvecklingen är det uppenbart att det finns strukturella och därmed permanenta drivkrafter bakom fallet. Nominella räntor är låga delvis p g a lägre inflationsriskpremier men det finns också andra strukturella drivkrafter. Realräntor är låga t ex på grund av en åldrande befolkning i flera länder och växande sparöverskott som delvis återspeglar en ökad apptit på säkra placeringar. När ett växande sparöverskott ställs mot svag produktivitet och svag investeringscykel pressas neutrala räntan nedåt för att nå den ränta som innebär att nivån på både sparande och investeringar hamnar i jämvikt.



Källa: Macrobond, SEB

### Blanchard versus. Rogoff i skuldebatt

Internationella valutafonden IMF:s två fd chefsekonomer, Olivier Blanchard och Kenneth Rogoff, är på kollisionkurs i skuldkrisdebatten. Blanchard hävdar å sin sida att låga räntor innebär att riskerna är mindre med budgetunderskott och skulder. Dagens höga skulder är inte bra men de är heller ingen katastrof. Om världen lider av efterfrågeledd stagnation har finanspolitiken en roll att spela. En särskild varning riktas dock till länder vars offentliga skulder till stor del är i utländsk valuta; en valutaförsvagning kan få räntorna att stiga snabbt. Är offentliga skulden i inhemsk valuta är frihetsgraderna därför större då centralbanken alltid kan köpa dessa statspapper genom att skapa nya bankreserver.

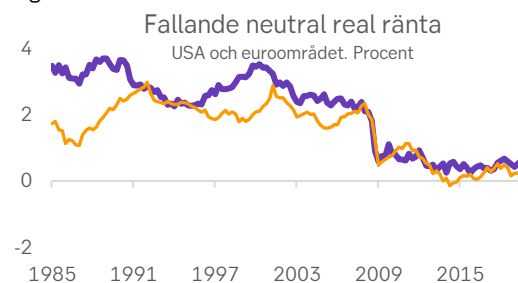
**Rogoff, som länge varnat världen för en skuldkris,** riktar in sig på dels att storleken på faktiska skulden underskattas i o m att framtida kostnader för en åldrande befolkning inte tas med och att skulden som vi mäter i dag egentligen bara är toppen på isberget. Dels hävdar Rogoff att nuvarande låga ränta speglar en fruktan för t

ex framtida problem och att de låga räntorna är något tillfälligt. Rogoff tror inte heller världen lider av en varaktig efterfrågebrist. Snarare är det brist på produktionskapacitet som hämmar tillväxten. Inflationen kan därmed snabbt återkomma och driva upp räntorna.

**Blanchard och Rogoff är dock eniga på en punkt.** Om realräntan framöver är uthålligt lägre än real tillväxt blir dagens höga offentliga skulder ändå mer hanterbara.<sup>1</sup> En analys av t ex jämviktsnivån för en amerikansk 10-årig statsränta talar för detta (se fördjupningsbox).

### USA:s långa jämviktsränta

\* Kort realränta: Enligt NY Feds senaste estimat ligger global neutral ränta på 0,5 procent. Den har fallit med hela 2 procentenheter de senaste 20 åren. Demografin i stora delar av världen väntas bidra till ett fortsatt högt sparande. Ökad kapitalefterfrågan, t ex nödvändiga klimatinvesteringar, kan dock pressa realräntan uppåt de närmaste åren. Huvudtesen är dock att räntan ligger kvar på dagens nivå 0,5 procent eller något lägre.



\* Inflationsriskpremie: Marknaden prissätter i dag KPI-inflationsriskpremien till ca 2 procent. Asymmetriska risker talar snarare för lägre än högre inflation framöver, kanske runt 1,5 procent vilket varit snittet för kärn-KPI för OECD sedan 2000.

\* Löptidspremien: Centralbankernas stora innehav av räntepapper (och som f n växer) och marknadens efterfrågan på säkra/likvida tillgångar (p g a regleringskrav m m) pressar löptidspremien som (för USA) idag ligger på -0,5 procentenheter. Sedan Lehman-kollapsen har premien i snitt legat kring 0 procentenheter. En premie i intervallet 0-0,5 procent verkar rimligt. Dessa tre komponenter indikerar en lång USA-ränta på  $0,5 + 1,5 + 0,5 = 2,5$  procent.

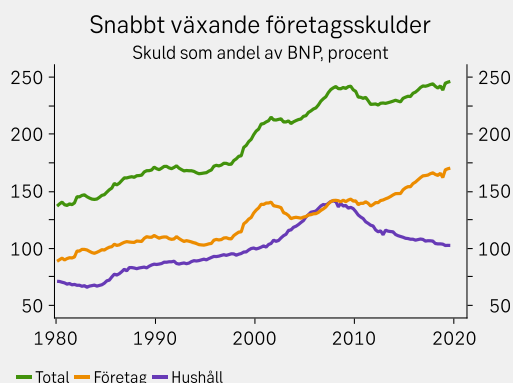
### 1. Snabbväxande företagsskulder i USA

Sedan Lehman-krisen har hushållens skuldsättning i USA fallit med ca 40 procentenheter som andel av BNP. Samtidigt har företagens skulder ökat med ca 30 procentenheter till 170 procent av BNP – högsta nivån på 50 år.

**Feds politik sedan 2008 har höjt risken** för framväxten av zombieföretag och ökat investerarens risktagan-

<sup>1</sup> Se "Debt Is Not Free", IMF Working Paper WP/20/1, January 2020. IMF-analysen visar bl a att när offentlig skuld går över viss nivå uppstår ofta skuldkriser oavsett om räntorna (r) varit lägre än tillväxten (g).

de. Samtidigt är det rimligt att företagens skulder som andel av BNP visar en uppåtgående trend om ränteläget bedöms vara uthålligt lägre. Därtill visar Fedanalyser<sup>2</sup> att företagens vinster ökat sedan 2008 vilket underlättar för företagen att betala räntor och amortera. "Zombierisken" för USA:s företag förefaller samtidigt vara lägre än i andra länder då ökade skulder inte primärt gått till ineffektiva/ickeproduktiva investeringar utan främst till företagsförvärv, aktieåterköp samt utdelningar. Trots lugnande perspektiv på företagens finns alltid goda skäl att hålla ögat på hastigheten.



Källa: Macrobond, SEB

### USA:s reporäntemarknaden uppvisade stresstecken

i september förra året med kraftigt stigande korträntor. Det kan dock inte direkt kopplas till den växande exponeringen av amerikansk företagsrisk. Enligt analyser av t ex Bank for International Settlements<sup>3</sup> var orsakerna mer ett strukturproblem snarare än varningstecken för en annalkande skuldskris: dels att USA:s största banker hellre äger statspapper än deponerar likviditet hos Fed, dels att hedgefonder i en mer lågavkastande miljö idag är mer beroende av finansiering via repomarknaden.

### USA:s offentliga finanser – prognos

Andel av BNP. Miljarder

	2020	2021	2022	2023
Budgetsaldo, %	-5,5	-5,5	-5,6	-5,3
Budgetsaldo, USD	1 228	1 159	1 345	1 319
Offentlig skuld, %	108	110	112	114

Källa: IMF, SEB

## 2. USA:s stora budgetunderskott

Efter Vita husets omfattande skattereform 2017 och på grund av det politiska läget i kongressen är USA:s offentliga finanser snabbt på väg att försämrans. Bland G20-länderna är det bara Japan (238) och Italien (133) som idag har en högre offentlig skuld än USA (se tabell).

### Men i USA:s fall handlar det inte om ökad kreditrisk.

Om tesen håller att USA:s långränta framöver kan fluktuerar runt 2,5 procent är inte budgetunderskottet eller skulden i sig problemet (se ovan). Däremot finns en risk att det politiska läget i USA framkallar ännu större budgetunderskott än vi räknar med. Inte heller förväntas

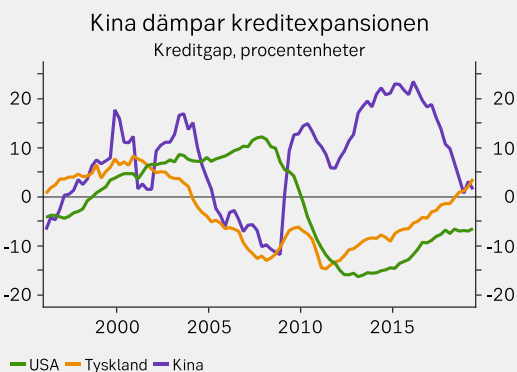
USA:s centralbank avyttra sitt innehav av statspapper på 2 329 miljarder dollar, tre gånger större än före globala recessionen och ca 1 200 miljarder större än vad som borde vara normalt för USA:s centralbank att äga.

### Japan och ECB fortsätter samtidigt sin QE-politik.

Tillsammans med Fed köper världens tre största centralbanker räntepapper för totalt 150 miljarder dollar per månad (1 800 miljarder per år). Med en ränta på 2 procent är amerikanska värdepapper alltså globalt attraktiva – även om bl a centralbanker runt om i världen gradvis vill göra sig mindre beroende av US-dollar som reservvaluta. Men processen är långsam och amerikanska statspapper är fortfarande den marknad som kan uppvisa bäst marknadsdjup och likviditet.

## 3. Skuldsatta kinesiska statsföretag

Kina har efter den globala recessionen 2008–2009 använt kreditillväxt som ekonomisk-politiskt verktyg för att upprätthålla en BNP-tillväxt på 6,5-7 procent. De senaste åren har företagen, inte minst statligt kontrollerade, dragit fördelar av tillgången på billiga amerikanska dollarlån, förväntningar om en yuanappreciering samt omvärldens aptit på att investera i den snabbt växande kinesiska ekonomin.



Källa: BIC

**Kina har framgångsrikt dämpat kreditillväxten** (se diagram) för att minska riskerna i det finansiella systemet och samtidigt förhindra expansion av skuggbanksektorn. Det har skett till priset av inbromsande BNP-tillväxt. Kinas totala skuld som andel av BNP uppgår idag till 310 procent; Pekings mål verkar nu vara att försöka stabilisera skulden på denna nivå.

**Fler problemlån och ökade företagskonkurser** i kölvattnet på kreditåtstramningen och handelskriget med USA väntas utmana Kinas banksystem. Företags- och bankkonkurser kommer att bli mer vanligt framöver i Kina i takt med att kreditrisk ska prissättas mer marknadsmässigt. Att Kina samtidigt sänkt kassakravet för systemviktiga banker bör inte ses som en vilja att återuppta kreditexpansionen; det handlar mer om att ersätta de krediter som försvinner när skuggbanker tvingas stänga ned verksamheten. Vår slutsats är därför att Peking har en ekonomisk-politisk verktygslåda för att parera riskerna.

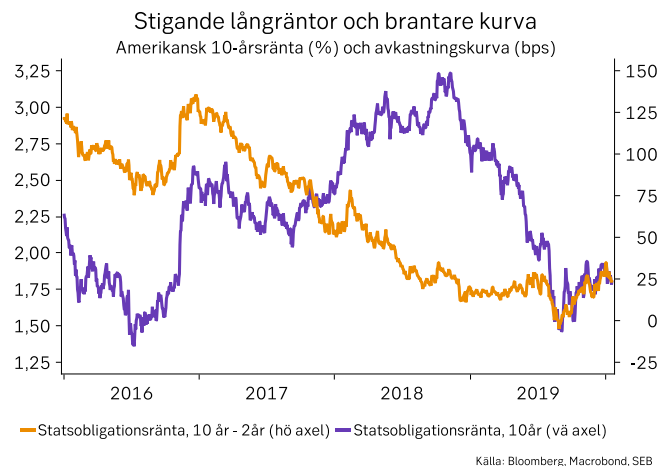
<sup>2</sup> "Is There Too Much Business Debt?", Federal Reserve of New York, May 29, 2019.

<sup>3</sup> Se "September stress in dollar repo markets: passing or structural?", BIS Quarterly Review, December 2019.

# Räntemarknaden

## Osäker riktning när centralbanker pausar

Globala räntor har konsoliderat på högre nivåer och volatiliteten har fallit tillbaka efter sensommarens stora fall. Med centralbanker som tydligt signalerat utsträckt policypaus påverkas långa räntor främst av förändringar i riskapitet. "Lowflation"-miljön med asymmetrisk riskbild gör centralbanker mer benägna att sänka i ett negativt scenario än att höja i ett mer positivt scenario. Det pressar ned korta räntor och leder till en brantning av avkastningskurvan.



### 10-åriga statsobligationsräntor

Procent

	15 jan	Jun 2020	Dec 2020	Dec 2021
USA	1,79	2,00	1,80	2,20
Tyskland	-0,22	0,00	0,05	0,20
Sverige	0,15	0,50	0,60	0,75
Norge	1,41	1,50	1,50	1,60

Källa: Nationella centralbanker, SEB

**Osäker riktning för långa räntor när centralbanker pausar.** Efter en svängig sommar och tidig höst har utvecklingen på räntemarknaden konsoliderat på högre nivåer. En amerikansk 10-årig statsränta har varit i stort sett oförändrad kring 1,8 procent sedan i höstas. Utvecklingen har gått hand i hand med att Fed nu tagit en policy-paus efter tre sänkningar och, enligt Fed, avser att lämna räntan oförändrad på 1,50-1,75 procent under 2020. Marknaden har anpassat sig till Feds kommunikation på kort sikt men prissätter runt 80 procents sannolikhet för 25 punkters sänkning i slutet av 2020. Vår justerade Fed-prognos, nu med sänkning i september, ligger därmed nära marknadens prissättning och motiverar inga stora ränterörelser. Som en konsekvens av detta har vi reviderat upp ränteprognoserna från senaste *Nordic Outlook* och bedömer att bättre risksentiment får räntan att stiga till 2,0 procent under våren.

**Asymmetrisk reaktionsfunktion talar för fortsatt nedåttryck.** Vår bedömning är att Fed i dagsläget är mer angelägna att sänka räntan i ett negativt scenario än att höja räntan vid ett mer positivt utfall. Kombinationen av en "lowflation"-miljö och inflation under målet talar för att uppsidan i amerikanska räntor är begränsad. Vi bedömer att en amerikansk 10-årig ränta återigen kan falla till 1,8 procent under hösten. Lutningen på USA:s avkastningskurva (differens mellan 10- och 2-årig ränta) har fortsatt att bli brantare och ligger idag på ca 25 räntepunkter. Därmed har marknadens recessionsoro dämpats. I ett historiskt perspektiv förblir dock kurvan flack och baserat på vår bedömning att Feds reaktionsfunktion är asymmetrisk väntas kurvan fortsätta att bli brantare 2020.

**Rör sig sakta mot en långsiktig nivå.** Vår prognos för 2020 innebär att en 10-årig USA-ränta kommer fortsätta att ligga under den nivå vi ser som långsiktig jämvikt. Denna ränta har fallit de senaste decennierna och baserat på vår analys av en kort realränta och inflations- och löptidspremier ligger nivån idag på runt 2,5 procent eller strax därunder; se resonemang i vår temartikel "*En värld full av skuld*" på s. 16). Trots vår bedömning att räntan kommer stiga något under 2021 är vår bedömning att vi inte kommer nå denna nivå under vår prognoshorisont.

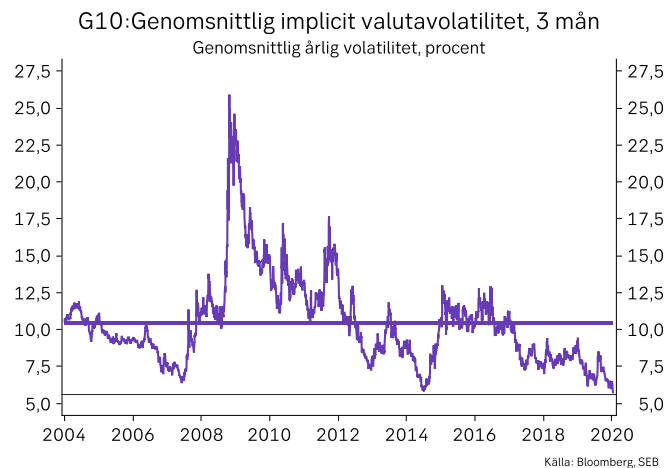
**Få drivkrafter för tyska räntor 2020.** I likhet med Fed har flertalet andra centralbanker signalerat att räntan troligen hålls oförändrade de närmaste åren. I Europa begränsar redan låga styrräntor ECB och Riksbanken att föra en mer expansiv penningpolitik och den senaste tiden har allt fler kritiska röster hörts kring negativa räntor (se temartikeln "*Minusräntans värld*" i *Nordic Outlook November 2019*). Bl a har ECB:s nya ordförande Lagarde efterfrågat mer finanspolitik som avlastning för penningpolitiken. Centralbankerna fortsätter dock att brottas med en inflation under målet och i kombination med en fortsatt sårbar konjunktur bör trycket på korta räntor främst vara nedåtriktat under 2020. Detta stöds av marknadens prissättning som nu indikerar runt 0 procents sannolikhet för sänkningar de närmaste åren. Riktningen för längre räntor är mer osäker och kopplas till förutom riskapiteten även eventuella nya finanspolitiska stimulanser. Vi ser sannolikheten för ett tydligt utökat emissionsutbud i Europa under 2020 som låg, men påtryckningar om gröna investeringar kan ändå ge ett visst tryck uppåt i räntor. ECB:s nystartade QE-program bör dock lägga ett lock på tyska räntor. Som följd av vår marginella revidering av ECB-prognosen samt ökad risk för lite mer utbud har vi justerat upp prognosen för en tysk 10-årig statsränta och ser nu att räntan kan stiga mot 0% mot sommaren.

**Skillnaden mellan en svensk och tysk 10-årig statsränta** har vidgats något sedan Riksbankens räntehöjning i december men ligger kvar nära det senaste årets snitt på ca 35 punkter. Med oförändrad penningpolitik från både ECB och Riksbanken saknas en tydlig drivkraft för spreaden men ett något ökat utbud från Riksgälden under kommande år bör ge ett visst tryck uppåt på svenska räntor.

# Valutamarknaden

## Politisk osäkerhet kräver ödmjukhet

Under större av 2019 drevs valutamarknaden främst av utsikterna för global tillväxt, handelsoro och politisk osäkerhet. Detta gynnade defensiva valutor. Fjärde kvartalet slog dock sentimentet om med positiva tillväxtsignaler och framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina, vilket delvis reverserade tidigare valutarörelser. Våra växelkursprognoser bygger på att dessa positiva drivkrafter fortsätter att dominera utvecklingen under de kommande åren.



### Valutakurser

	15 jan	Jun 2020	Dec 2020	Dec 2021
EUR/USD	1,12	1,15	1,17	1,20
USD/JPY	110	109	110	112
EUR/GBP	0,86	0,88	0,88	0,84
EUR/SEK	10,54	10,25	10,10	10,00
EUR/NOK	9,88	9,80	9,90	9,70

Källa: Bloomberg, SEB

**Varierande drivkrafter under 2019.** Under en stor del av 2019 drevs valutamarknaden främst av utsikterna för global tillväxt, handelsoro och politisk osäkerhet. Detta gynnade defensiva valutor som den amerikanska dollarn. Fjärde kvartalet slog dock sentimentet om med positiva tillväxtsignaler och framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina, vilket istället gynnade många mindre valutor. Våra växelkursprognoser bygger på att dessa positiva drivkrafter fortsätter att dominera utvecklingen. De ökade spänningarna mellan USA och Iran i början på 2020 satte dock omedelbart avtryck i växelkurserna. I nuläget utveckling svåröversäglig, men en påtaglig eskalering av krisen är knappast förenlig med våra växelkursprognoser. Noterbart är att volatiliteten på valutamarknaden samtidigt fortsätter att falla och nu är nere på historiskt låga nivåer. Krympande handlingsutrymmen för centralbanker och små räntedifferenser bidrar sannolikt till detta.

### Dollarn har trendmässigt förstärkts de senaste två åren.

Drivkrafterna har skiftat från räntehöjningar av Fed och vidgade ränteskillnader mot omvärlden till svagare utveckling i euroområdet och överlag en miljö som har gynnat defensiva egenskaper. Vi räknar med att dessa dollarpositiva drivkrafter klingar av under prognosperioden i takt med ytterligare tecken på en stabilisering i global tillväxt och i euroområdet. Dollarn är alltså långsiktigt övervärderad, vilket också underbygger den väntade försvagningen framöver. Prognosen för EUR/USD är 1,17 i slutet på 2020 och 1,20 vid utgången av 2021.

**Pundets utveckling** har under en längre tid styrts av risken för ett avtalslöst EU-utträde, vilket skulle ge kännbara konsekvenser för brittisk ekonomi. Valutfallet med en tydlig majoritet för regeringspartiet kan ses som ett folkligt stöd för utträdet och har gett ökad politisk stabilitet. Inte minst är det nu klart att britterna lämnar EU i januari med ett övergångsavtal. Övergångsperioden löper dock enbart till den sista december i år och kräver att det finns ett handelsavtal på plats innan årsskiftet. Annars är risken stor för ett avtalslöst utträde och ett betydligt svagare pund. Det innebär att oförutsägbara avtalsförhandlingarna fortsätter att göra pundprognosen mycket osäker. Vi räknar med att EUR/GBP stiger något till 0,88 under 2020, men att EUR/GBP därefter falla tillbaka till 0,84 i slutet på 2021.

**Försiktig kronförstärkning under prognosperioden.** Riksbankens väntade räntehöjning till 0 procent i december innebär att ytterligare en kronnegativ faktor avlägsnades. Kronans huvudsakliga negativa trend under 2019 var i linje med utvecklingen för flera andra mindre valutor i spåren av global tillväxtoro och politiska risker. Kronan är långsiktigt undervärderad och i en något mer positiv omvärldsmiljö, liknande den under sista kvartalet 2019, bör kronan ha ytterligare utrymme att stärkas under prognosperioden. Vi räknar med att EUR/SEK faller till 10,10 under 2020 och når under 10,00 först under 2021.

**Utvecklingen för den norska kronen** är fortsatt svårbedömd. De senaste åren har valutan trendmässigt försvagats trots att normala förklaringsfaktorer länge har pekats i motsatt riktning. Vi har svårt att hitta motiv för att avvika från konsensusynen om en förstärkning driven av fundamentala faktorer som tillväxt, räntedifferenser och utsikterna för oljepriset. Vår prognos är att EUR/NOK handlas vid 9,90 i slutet av 2020 och att prissättningen ligger mer i linje med en långsiktig rimlig växelkurs på 9,70 i slutet på 2021. Vi är dock inte övertygade och misstänker att det finns flödesrelaterade faktorer som håller tillbaka en förstärkning av den norska kronen. Text har Norge numera ett handelsunderskott med omvärlden trots stora exportintäkter relaterade till petroleumsektorn.

Tema:

# Börsvärdering

Räntor och sektorsammansättning avgör utvecklingen

Att börserna stigit samtidigt som tillväxt- och vinstprognoser skruvats ned är ett välkänt och kanske förbryllande faktum. Med dämpade vinstprognoser och värderingar på historiskt höga nivåer hamnar bevisbördan hos optimisterna. Två frågor blir centrala för börssyn och positionering framöver. Kan redan höga värderingar försvaras och till och med drivas vidare? Vilka sektorer sticker ut värderingsmässigt och vilka har bäst tillväxtutsikter? Vi menar att värderingarna är rimliga givet våra prognoser om en svagt accelererande tillväxt på hyggliga nivåer och fortsatt ultralåga räntor. Vårt huvudscenario motiverar svagt positiv avkastning i år. På sektornivå kan de mer cykliska industribolagens låga värdering betala sig när recessions- oron avtar och bland tillväxtbolagen gynnas de som rider på strukturella trender, d v s digitaliseringsvinnare och bolag vars produkter bidrar till en hållbarare värld medan mer stabila bolag framstår som väl högt värderade.

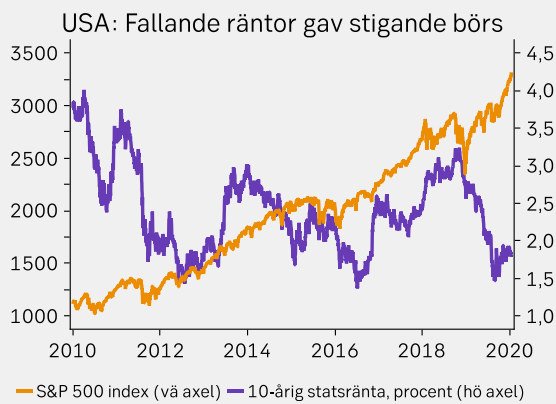
Ett bra aktiedecennium avslutades med bästa börsåret, endast överträffat av två år under detta millenium (mätt med S&P 500). Börserna har fått stöd av obruten, om än relativt dämpad, ekonomisk tillväxt och nästan konstant fallande räntor. Det har bidragit till att värderingen rört sig från bottenivåer i kölvattnet av den djupa lågkonjunkturen 2008-09 till toppnivåer i dag, mätt som PE-tal. Att lägre räntor motiverar högre aktievärderingar och därmed högre börskurser är naturligt när det säkra alternativets avkastning blir lägre. Detta gäller förstas under förutsättning att de lägre räntorna bedöms bli bestående; vi argumenterar för att så bör vara fallet (se Tema på sidan 16). Frågan att besvara blir då hur mycket högre värderingar som kan motiveras. Det hänger i sin tur ihop med den avkastning aktier kan förväntas ge, utifrån antaganden om vinstprognoser. Placerarna behöver åtminstone se att vinsterna utvecklas positivt för att acceptera en högre värdering. Annars kan även nollränta framstå som ett rimligt alternativ.

**Hyggliga utsikter.** Vinstgenereringen i börsbolagen dämpades väsentligt under fjolåret. Jämfört med de starka vinståren 2017 och 2018, som gynnades av god global tillväxt och vinstdrivande skattesänkningar i USA, ser de globala vinsterna ut att ha minskat något 2019. Störst var tillbakagången i Emerging Markets (EM) medan vinsterna i USA och Europa ser ut att ha varit i stort sett oförändrade. För innevarande år prognostiserar analytikerna globala vinstökningar på ca 9-10 procent vilket är ungefär samma estimat som



gällt sedan dessa prognoser började presenteras för över ett år sedan. Att BNP-prognoserna för 2020 gradvis dragits ner i takt med att ekonomin i fjol bromsade in implicerar att det finns en del fallhöjd i vinstprognoserna, något som också illustreras av att de flesta aktiestrateger och portföljförvaltare enligt enkäter räknar med betydligt lägre vinstökningar (på 3-5 procent). Även vi sällar oss till det lägret. Det är under historiska normalnivåer men ändå hyggliga tal.

**Hur ska man i detta perspektiv se på dagens historiskt höga värdering?** Om vi undantar de extrema värderingarna i samband med IT-bubblan runt millennieskiftet är dagens nivåer med PE-tal (utifrån officiella vinstestimater) runt 18-19 i USA och 16-17 globalt i linje med tidigare toppar. Även om historien inte alltid leder oss rätt kring framtiden utgör dessa nivåer fortfarande en tydlig referensram för många investerare. Skulle tillväxten överraska positivt och vinstprognoserna skrivs upp ser vi utrymme för värderingen att stiga ytterligare men en sådan utveckling ryms inte inom dagens tillväxt- och vinstprognoser.



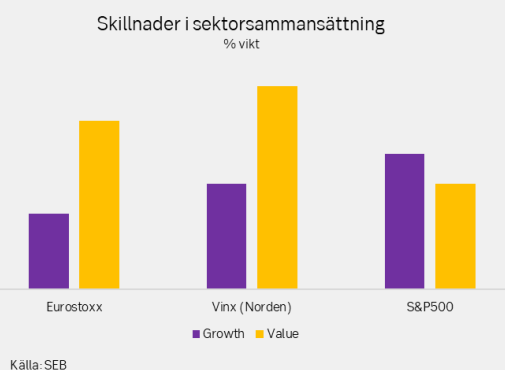
**Potential för ännu högre värdering.** Dock visar teoretiska modeller (t ex Gordons) att de motiverade PE-talen stiger rejält om långräntorna faller i tandem med den långsiktiga nominella BNP-tillväxten, och ännu mer om räntorna faller mer än tillväxten. Detta förutsätter att lönsamheten i bolagen inte faller i samma takt som räntorna, något som inte verkar ha varit fallet under de senaste decenniernas räntenedgång. Sammantaget motiverar detta mer än väl dagens PE-tal. För att högre PE-tal än dagens toppnivåer ska accepteras mer varaktigt krävs dock sannolikt att placerarna får bekräftelse på att avkastningen på eget kapital uthålligt kvarstår på goda nivåer i en miljö med dämpad tillväxt och låga räntor. Verkligheten behöver ge stöd till modellerna.

**Brist på alternativ.** Å andra sidan lever i allra högsta grad akronymen TINA (There Is No Alternative) som förklarar en stor del av fjolårets börsuppgångar. När det riskfria alternativet också är avkastningsfritt framstår aktier som mer attraktiva. Detta stöds också av att bolagens utskiftning till aktieägarna (utdelningar och återköp av aktier) ligger runt eller över tre procent på de flesta större börser. Att den löpande avkastningen på aktier överstiger obligationsräntorna skiljer de senaste åren från de föregående decennierna. För att det ska vara rationellt att sälja aktier krävs, lite förenklat,

en förväntan om att kurserna ska falla så att aktierna kan köpas tillbaka billigare. I annat fall är det bättre att er hålla aktiernas löpande avkastning. Under de senaste åren syns också detta i förvaltarnas agerande. De har förvisso anpassat sin aktieandel i portföljerna något efter förändringar i marknadssynen men ändringarna inom aktieportföljen har framstått som mer dramatiska med tidvis tydliga rotationer mellan marknadssegment (stilar) och sektorer.

**Indexsammansättning styr geografiska skillnader.** I en allt mer globaliserad värld spelar också hemmamarknaden och/eller huvudkontorets geografiska placering allt mindre roll för företagets och därmed börsernas utveckling. Den tydliga skillnad vi sett i börsutveckling mellan amerikanska och europeiska index förklaras delvis av en högre USA-tillväxt. Skillnader i börsernas sammansättning har dock haft större betydelse. En vanlig uppdelning av börsbolagen är mellan tillväxt- och värdebolag (Growth vs Value). I sin enklaste form görs denna uppdelning genom att föra bolagen med högst värdering till Growth-segmentet med argumentet att den högre värderingen återspeglar en högre tillväxt, medan de lägre värderade bolagen (ofta bolag med större svängningar i vinstutvecklingen) hamnar i Valuegruppen. Typiskt innebär det att klassiska tillväxtsektorer som IT och hälsovård definieras som Growth och mer cykliska sektorer som Industri, råvaror (inklusive energi) och finans dominerar Valuegruppen.

**Fler snabbväxande bolag i USA-index.** Skillnaden över Atlanten illustreras i diagrammet nedan av att de två ovan nämnda Growth-sektorerna är väsentligen större i USA medan Valuesektorerna dominerar ett brett Europaindex, och ännu mer så i Norden. En del av de snabbväxande digitaliseringsbolagen i USA har också under året flyttats från IT-sektorn till sektorerna kommunikationstjänster och sällanköpsvaror; tas det med i beräkningen blir skillnaden i sammansättning än mer tydlig.



**Sämre utveckling för värdeaktier.** Det är ingen överraskning att vinstökningarna varit större för Growth-bolagen vilket återspeglas i börsutvecklingen. Growth-aktier har gått bättre än Value under i princip hela förra decenniet, med undantag för en mindre rekyl under det senaste halvåret. Skillnaden får naturligtvis också värderingseffekter. Om vi studerar PE-talsutvecklingen under förra decenniet ser vi att värderingen för breda europaindex följt värderingen av amerikanska Value-aktier medan Growth-bolagen i USA gradvis premierats med högre PE-tal. Placerarna ser, ur det här perspekti-

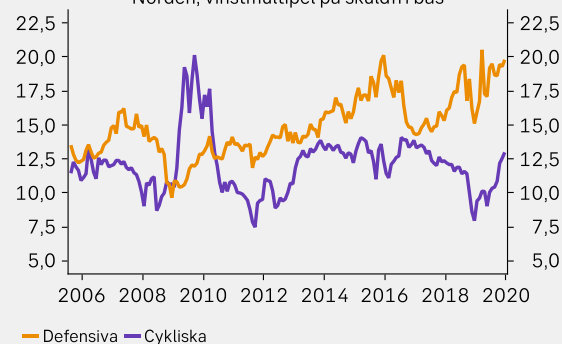
vet, Europa som en "Value-marknad". Att bolag med snabbare vinsttillväxt åsätts en högre vinstmultipl är naturligtvis rimligt. Att amerikanska aktier värderas högre motiveras alltså av skillnaden i sektorsammansättningen. Det tydliggörs av det så kallade PEG-talet, där PE-talet relateras till förväntad vinsttillväxt (högre tillväxt motiverar ju högre PE-tal). PEG-talet för den globala IT-sektorn är i dagsläget något lägre än för det breda indexet efter att i stort ha följt det under de senaste åren.

**Metkrokar kan lyfta Europa och EM.** Vi ser därmed värderingskillnaden som rimlig i dagsläget och avkastningsprognoserna för börserna styrs därmed av tillväxtutsikterna. Om metkrokarna i tillväxtbilden från slutet av fjolåret materialiseras i högre tillväxt bör det gynna europabörserna och även (och sannolikt i större utsträckning) börserna i EM. De har även en Value-inriktning med en hög andel konjunktur känsliga bolag och som också utvecklades svagare under fjolåret givet tillväxtosäkerhet och handelskrigsrisker. En annan del av marknaden, med samma förtecken som Europa- och EM-börserna, är de nordiska aktiemarknaderna. Även här dominerar de cykliska Value-sektorerna. I det nordiska indexet (Vinx) utgör Value hela 55 procent. På den dominerande Stockholmsbörsen är andelen ännu högre, 58 procent, drivet av den höga andelen industri-bolag.

**Cykliskt har halkat efter defensiva bolag.** I Norden är Growth-andelen låg och segmentet domineras av ett fåtal bolag vilket gör jämförelser mindre relevanta. Här finns dock en relativt hög andel bolag av mer defensiv karaktär. Dessa beskrivs ofta som det tredje marknadssegmentet, bredvid Growth och Value, och består typiskt sett av bolag med stabil men låg tillväxt. Stabiliteten skiljer dem från Valuebolagen, den lägre tillväxten från Growth medan kombinationen gör att dessa aktier ofta kallas för "Bond-proxies" eller, fritt översatt, obligationsersättningar.

**Vi har, utifrån det nordiska bolagsuniverset, konstruerat två aktiekorgar** med 10 cykliska bolag (svenska och finska inom industri och råvaror) samt 9 mer defensiva bolag (svenska, danska och finska inom dagligvaror samt delar av hälsovård). Gemensamt för samtliga är att de tillhör de större bolagen samt att de haft i stort samma bolagsstruktur under det senaste decenniet så att jämförelsen blir relevant. Om vi studerar hur de två gruppernas aktievärdering utvecklats ser vi att de mer defensiva bolagen uppvärderats signifikant. Det är i sig rimligt, även om en del aktier i gruppen har vinstmultiplar som framstår som svårbegripliga. Men för den cykliska gruppen är värderingarna (på skuldfri basis) i stort desamma som för tio år sedan. Att dessa inte alls skulle få ta del av den uppvärdering som motiverats av lägre räntor framstår som lite märkligt. Det förstärks av att lönsamheten för den cykliska gruppens bolag har förbättrats tydligt under perioden vilket borde innebära en lägre konjunktur känslighet (högre stabilitet).

Fortfarande låg värdering av cykliska aktier  
Norden, vinstmultipl på skuldfri bas



Källa: SEB

**Rimliga värderingar med uppsidespotential.** För att sammanfatta: så länge räntorna förblir ultralåga och tillväxten räcker för att skapa vinstökningar i börsbolagen bör det räcka för att motivera dagens aktievärderingar globalt. På sikt, om bilden består, kan högre värderingar komma att motiveras, men där är vi inte ännu. Slutsatsen blir att aktier globalt bör kunna leverera en totalavkastning bestående av runt 3 procent utskiftning till ägarna och ytterligare någon/några procent i vinstökningar – vi siktar på 5-8 procent avkastning för kommande 12 månaderna. Ur ett geografiskt perspektiv ser vi likartad potential, trots olika förutsättningar, för den tillväxtdominerade USA-börsen där vi räknar med fortsatt fördel för digitala snabbväxare som för de lägre värderade Valuebolagen i Europa med fördel för de sistnämnda vid positivare tillväxtbild. Detta gäller i än högre grad för EM-aktier samt för de nordiska börserna. Vi ser också strukturellt goda tillväxtförutsättningar för de bolag vars produkter och tjänster bidrar till omställningen till en mer hållbar värld, en lika viktig som stark trend.

## USA

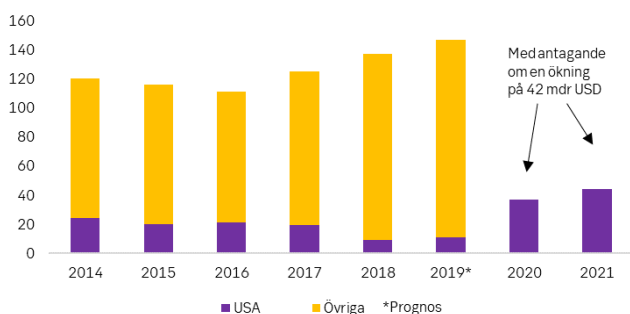
# Utbudssidan i fokus när handelsoron avtar

Minskade handels- och omvärldsrisker har ökat sannolikheten för en mjuklandning där USA-tillväxten ligger kvar nära trend under de kommande åren. Industrin förblir en svag länk men utvecklingen kompenseras av motståndskraftiga hushåll och bättre byggande. Högre arbetskrafts-deltagande innebär att ekonomin ännu inte slår i taket, trots en rekordlång tillväxtperiod. Låg inflation och nytt ramverk gör att Fed sänker räntan ett ytterligare steg.

**Mjuklandningsscenario har fått stöd.** Inledningen av 2020 har präglats av fortsatt optimism kring USA-ekonomin. De orosmoln som tyngde 2019 i form av pessimistisk räntemarknad, handelskonflikter och svag global efterfrågan har dämpats. Sentimentsindikatorer i omvärlden, främst Kina, har stabiliserats. Fas1-överenskommelsen kring handeln med Kina väntas frysa konflikten fram till presidentvalet och den ekonomiska politiken är expansiv. Därtill tycks inbromsningen under fjärde kvartalet 2019 ha blivit mildare än väntat. Bilden av en ekonomi som bromsar in till strax under trend, men undviker en recession, står sig därmed. Vi skriver upp BNP-prognosen med en tiondel för 2019 och 2020, till 2,3 respektive 1,8 procent, men behåller 1,9 procent för 2021.

**Åldrande konjunktur med balanserade nedåtrisker.** Feds tre sänkningar har bidragit till att avkastningskurvan, mätt som skillnaden mellan 10-årig och 3-månaders statsränta, nu åter uppvisar en positiv lutning. Ur detta perspektiv är det dock för tidigt att blåsa faran över när det gäller recessionsrisker; historiskt har det dröjt i genomsnitt 10 månader från det att kurvan inverterade till att en recession brutit ut. Feds helomvändning, i ett läge när arbetsmarknaden fortfarande är stark, har dock minskat risken för policy-misstag av det slag som historiskt utlöst nedgångar. Därtill syns alltjämt få finansiella obalanser på kredit- och fastighetsmarknaden. Rekordhög utlåning till icke-finansiella företag utgör ett undantag, men vår bedömning är att goda vinster samt låga räntor innebär att sektorn i nuläget kan bära större skulder. Ökad belåning har också främst finansierat förvärv, aktieåterköp och utdelningar och är därmed inte ett uttryck för excesser på investeringssidan. Att konjunkturuppgången nu slagit längdrekord i modern tid begränsar ändå potentialen när flyttar fokus till restriktioner på utbudssidan när nedåtriskerna på efterfrågesidan dämpas. Samtidigt förblir ekonomin känslig för chocker från politik och marknad. Geopolitiska risker är åter i fokus med upptrappningen av konflikten med Iran. Utvecklingen är svårbedömd, men en skillnad mot tidigare kriser i Mellanöstern är att USA nu är självförsörjande med olja och att negativa BNP-effekter av högre bränslepriser för konsumenter i stort sett kompenseras av stigande investeringar i oljeproduktion.

Fas1-avtalet en utmaning för Kinas jordbruksimport  
Import av jordbruksvaror, mdr USD



## Handelskonflikten läggs på is över valet

Fas1-överenskommelsen med Kina undertecknades enligt plan i mitten av januari men flera frågetecken kvarstår. Det gäller bl a realismen i kraven på att Kina ska köpa mer energi-, industri och jordbruksvaror från USA. Enligt USA ska varuimporten växa med totalt USD 200 mdr de kommande två åren, jämfört med 2017 års nivå, varav 40-45 mdr i jordbruksprodukter. Det motsvarar i båda fallen en avsevärd ökning; Kinas totala import av varor från USA uppgick till 130 mdr USD 2017 och importen av jordbruksvaror till knappt 20 mdr. USA har tappat marknadsandelar under tullkonflikten vad gäller t ex sojabönor till Brasilien. Att Kinas jordbruksinköp från USA även under toppåret 2012 begränsades till 26 mdr USD visar att avtalet kommer att ställa stora krav på att styra om importen från andra leverantörer om Kina inte ska bygga upp stora lager. De totala importåtagandena kommer delvis uppfyllas på energiområdet men en utmaning är att t ex köp av teknologi i många fall begränsas av striktare exportkontroll.

**Konsumenterna värnas.** Fas1 kommer heller inte att lösa alla de problem som handelskriget var tänkt att lösa kring främst statssubventioner. Svåra tvistefrågor skjuts därmed till Fas2 av diskussionerna som ska ta vid när Fas1 undertecknats. Att USA annonserade ett avtal innan alla detaljer var klara tyder på en önskan att ta hem en delseger och undvika att ytterligare skada ekonomin, särskilt hushållen. Det talar för att man är försiktig med att åter eskalera konflikten, åtminstone tills efter presidentvalet i

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,9	2,3	1,8	1,9
Arbetslöshet*	3,9	3,7	3,5	3,5
Löner	3,0	3,2	2,8	3,4
KPI	2,4	1,8	2,0	1,9
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	2,0	1,6	1,6	1,8
Offentligt saldo**	-5,7	-5,7	-5,6	-5,5
Offentlig bruttoskuld**	104,3	106	108	110
Fed funds rate***	2,50	1,75	1,50	1,50

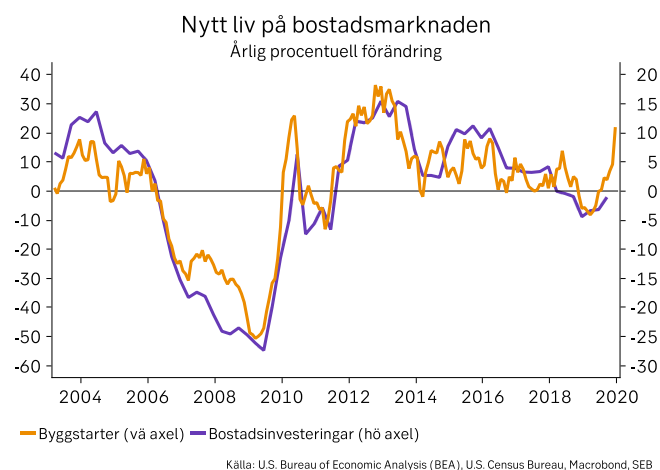
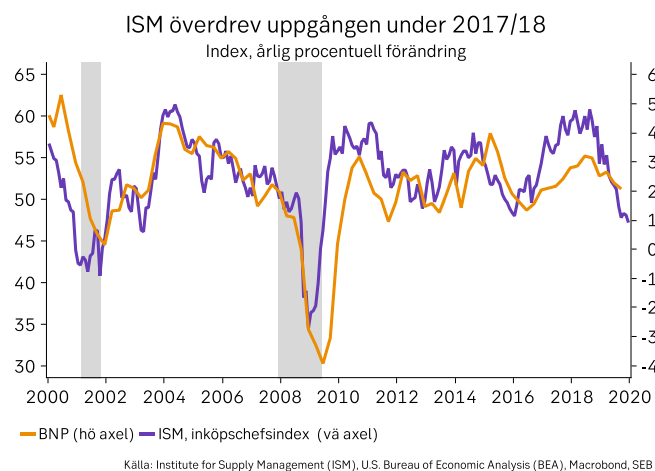
\* Procent \*\* Procent av BNP \*\*\* Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB



november. Både den skrotade tullhöjningen i december, med fokus på leksaker, mobiltelefoner och datorer, samt septembertullarna, som halveras från 15 till 7,5 procent i Fas1, slog mot konsumentvaror. De högsta tullarna, på 25 procent, på insatsvaror till industrin, ändras däremot inte utan bördan på denna sektor

# 3,5%

USA:s arbetslöshet väntas ligga kvar kring nuvarande 50-årslägsta nivåer.



kvarstår. Fed publicerade i december en analys av tullarnas effekter på industrin. Slutsatsen är att negativ påverkan från högre insatspriser och mot-tullar i omvärlden överväger de positiva från skydd från importkonkurrens. Som helhet är de direkta effekterna dock måttliga. Vi håller fast vid bedömningen att riskerna främst är kopplade till oförutsägbarhet, inte minst vid investeringsbeslut, vilket även varit slutsatsen i andra analyser av Fed och IMF. Att konfliktnivån sänks kan bidra till ett bättre sentiment framöver. Därtill bör industrin få visst stöd av kraven på kinesiska köp av industrivaror (för ytterligare totalt nära 80 mdr USD på 2 år). Sentimentsindikatorer för december visade dock inte på några positiva förtroendeeffekter för industrin.

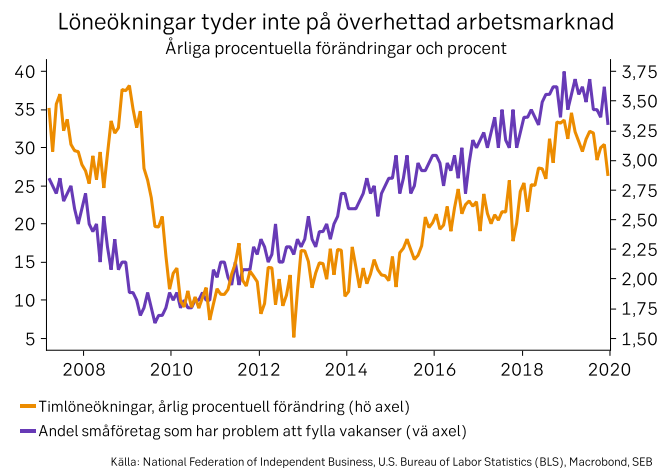
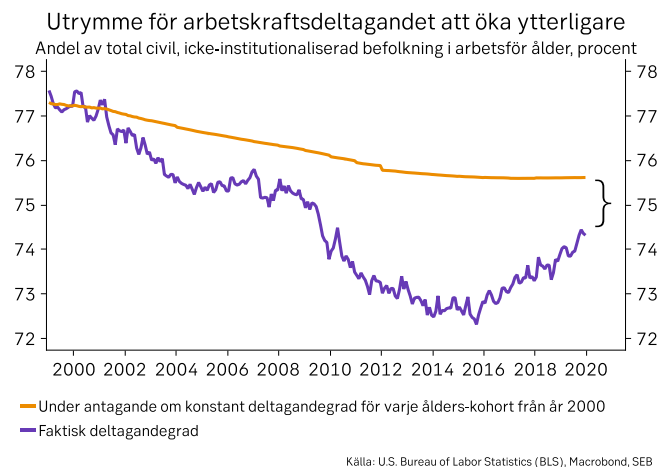
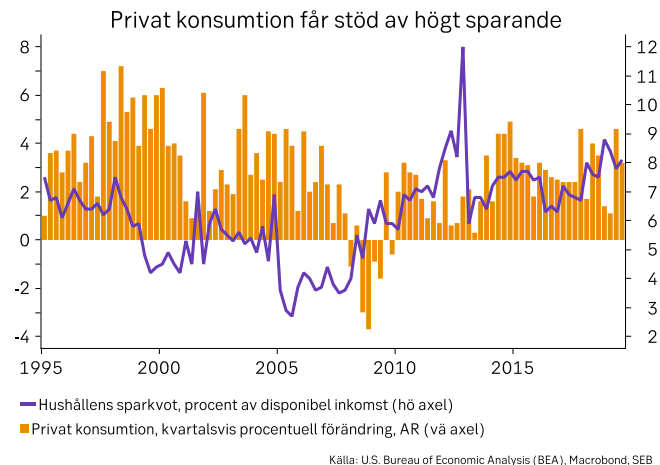
## Tudlad ekonomi

Inköpschefsindex ISM för industrin föll i december till lägsta nivån sedan juni 2009. Index ligger nu på samma nivåer som i september 2008; precis före den globala finanskrisens utbrott. Det är oroande med tanke på den starka historiska korrelationen mellan industri-ISM och ekonomin. Faktiska data för såväl industriproduktion som order har ändå inte försämrats i den utsträckning som ISM indikerar. Att ISM avviker tydligt på nedsidan jämfört med regionala industrienkäter och PMI speglar troligen en övervikt av stora, exportberoende företag, som är mer exponerade mot handelskrig och omvärldssvagheter. Det tyder på att ISM inte ger en rättvisande bild av förhållandena i industrin som helhet. Att ISM överdrev styrkan i ekonomin under den globala exportboomen 2017-18 stödjer denna slutsats (se graf). På kort sikt ser krisen i Boeing ut att bidra till ytterligare industrisvagheter. Effekterna på exporten kom redan i fjol samtidigt som produktionen hölls uppe. Boeing har nu beslutat att tillfälligt sluta tillverka den flygstoppade 737 Max-modellen. Flygets andel av total produktion implicerar en negativ BNP-effekt på ett par tiondelar under första kvartalet i år och till detta kommer spridningseffekter till underleverantörer. Utrikeshandeln tyngde BNP under andra och tredje kvartalet i fjol. Ett oväntat stort importfall gör dock att utrikeshandeln ser ut att ha bidragit positivt under det fjärde, trots fortsatt vikande export. Svag import är normalt inget styrketecken för ekonomin, men kan i detta fall spegla förskjutningar till följd av tullarna, vilka i så fall bör vara övergående givet lättnaderna i Fas1. Lugnare takt i amerikansk konsumtion och bättre omvärldsefterfrågan talar för fortsatta men minskade negativa bidrag till BNP under prognosperioden.

**Nytändning för byggandet.** Företagens investeringar sjönk både andra och tredje kvartalet 2019 och förblev troligen svaga under årets sista kvartal. Tecken på stabilisering i order på kapitalvaror har dock minskat nedåtrisen framöver, även om denna statistik är volatil på månadsbasis. Fallande bolåneräntor i spåren av Feds omsvängning har samtidigt gjutit nytt liv på bostadsmarknaden. Försäljningen av bostäder vände runt i början av 2019. Sentimentet bland husbyggarna har stigit till nära historiska toppnivåer och bostadsbyggandet bidrar nu åter positivt till BNP efter sex kvartal i följd med nedgång. På helårsbasis väntas bostadsinvesteringarna stiga både 2020 och 2021 efter nedgångar de två föregående åren.

**Tjänstesektorn visar motståndskraft,** även om sentimentet dämpats från toppen 2018. Tull-lättnaderna i Fas1 undanröjer en nedåtrisk vilket avspeglade sig i uppgången i tjänste-ISM december. Sentimentet bland småföretag ser ut att ha stabiliserats på goda nivåer. Konsumentförtroendet har hållit sig uppe, även om index för framtidsutsikter, som är mer korrelerad med konsumtionen, dämpades något under andra halvåret i fjol. Konsumtionen fick i fjol ny draghjälp av möjligheten att refinansiera bolån till lägre räntor, men under slutet av 2019 ser hushållens efterfrågan ut att ha växlat ner till en mer trendmässig takt. Stark arbetsmarknad,

expansiv ekonomisk politik, stigande fastighetspriser och ett högt hushållssparande talar dock för att en ytterligare inbromsning undviks. Vi räknar med att konsumtionen mattas från 3 procent 2018 till runt 2,5 procent för perioden 2019-2021.



## Arbetsmarknaden slår ännu inte i taket

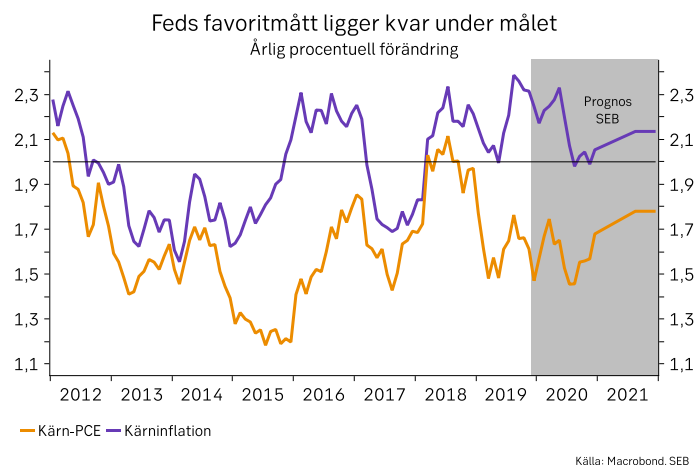
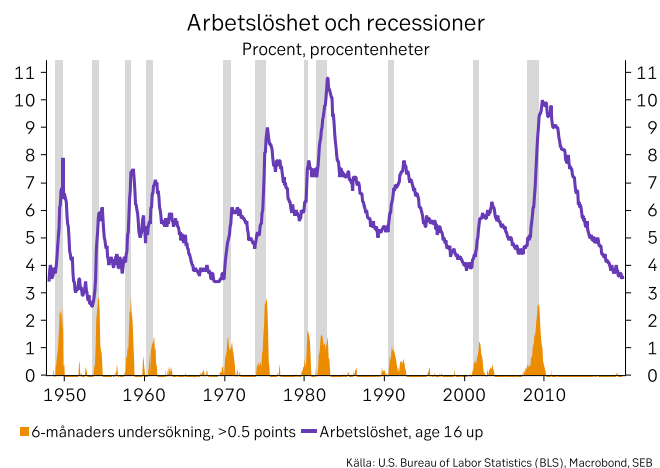
Sysselsättningen dämpades i fjol till i genomsnitt 176 000 nya jobb per månad, jämfört med 223 000 året innan. Jobbtillväxten accelererade dock under andra halvåret till en månatlig ökningstakt på i snitt nära 190 000; en bra bit över de nivåer kring 100 000 som tidigare bedömts vara en långsiktigt hållbar takt. Vi tror att sysselsättningen bromsar in ytterligare framöver men att arbetsmarknaden förblir stark med en arbetslöshet som ligger kvar nära nuvarande 50-årslägsta nivåer på runt 3,5 procent. Sysselsättningsindex för tjänstesektorn, som står för över 80 procent av jobben i privat sektor, har vänt upp efter en tillfällig dipp under hösten. Andra arbetsmarknadsindikatorer som mätningar bland konsumenter, anställningsplaner bland småföretagen samt lediga platser ser ut att ha toppat men ligger i de flesta fall kvar på höga nivåer. Vårens folkräkning kommer tillfälligt att öka rekryteringsbehoven i offentlig sektor; under de två föregående år 2000 respektive 2010 anställdes över en halv miljon med en topp i maj. Den allt stramare arbetsmarknaden innebär att frågor kring utbudsrestriktioner blir mer brännande. Tjänste-ISM, Feds Beige Book samt mätningar bland småföretag indikerar samtliga att företagen upplever arbetskraftsbristen som ett betydande problem. Alltjämt måttliga löneökningar talar dock mot att arbetsmarknaden generellt skulle vara överhettad.

**Fler öppningar för svaga grupper.** En nyckelfråga för graden av stramhet är hur mycket mer arbetskraftsdeltagandet kan stiga. Äldrande befolkning talar för att det blir svårt att komma tillbaka till tidigare nivåer, men även med hänsyn taget till demografin ser vi utsikter för arbetskraftsdeltagandet att stiga. Undantags de över 64 år ser vi utrymme för arbetskraftsdeltagandet att öka med ytterligare en till två procentenheter (se graf). Ökade incitament för utsatta grupper att söka sig till arbetsmarknaden stödjer denna slutsats. Att möjligheterna att hitta jobb har förbättrats för grupper som tidigare stått långt från arbetsmarknaden har framkommit vid Feds möten med representanter för privat sektor och lokala myndigheter det senaste året. Detta har även avspeglats i tendenser till snabbare löneökningar för mindre kvalificerade jobb, delvis drivet av höjda minimilöner. Löneökningstakten för hela ekonomin dämpades dock mot slutet av förra året och ligger kvar väl under historiska toppar. Vi räknar med att en stram arbetsmarknad ändå bidrar till viss ytterligare acceleration även på totalnivå och att timlöneökningarna stiger från dryga 3 procent i fjol till nära 3,5 procent i slutet av perioden. Det är värt att påpeka att den typ av mjuklandningsscenario som vi ser framför oss är ovanligt i ett historiskt perspektiv. Det beror troligen delvis på svaga sk automatiska stabilisatorer, med bl a sämre arbetslöshetsunderstöd än i Europa. När väl arbetslösheten stigit med ca 0,5 procentenheter har ekonomin regelmässigt kommit in i en negativ spiral (se temaartikel i *Nordic Outlook* september).

**Feds inflationsmått kvar under målet.** Kärninflationen, exklusive mat och energi steg under andra halvan av 2019 till 2,3 procent, vilket är i paritet med de högsta nivåerna sedan finanskrisen. Bakom uppgången ligger snabbare prisökningar på varor men också hälsovård. Hälsovård är en osäker faktor, men tidigare prisuppgångar har visat sig vara tillfälliga och mycket talar för att även delar av den högre varuinflationen blir det. Producentpriserna för konsumtionsvaror mattades betydligt under andra halvåret 2019 medan riskerna för prisökningar till följd av ökade tullar har minskat. Vi räknar med att kärninflationen enligt KPI faller tillbaka något i år till 2,0 procent följt av svag acceleration 2021. Kärninflationen enligt konsumtionsdeflatoren (PCE), som är det mått som är mest i fokus för Fed, har varit stabil eller till och med fallit tillbaka något under det senaste halvåret. I november förra året var inflationstakten 1,6

procent, en bra bit under målet två procent. Det förklaras av att hälsovård, som mäts på ett annat sätt än i KPI, accelererat betydligt mindre enligt PCE. Historiskt har kärninflationen enligt PCE varit i genomsnitt 0,2-0,3 procentenheter lägre än enligt KPI, men under de senaste 5 åren har snittet varit hela 0,5 procentenheter lägre. En viktig förklaring är att hyror, som har nästan dubbelt så stor vikt i

## Feds nya ramverk väntas öppna för att låta inflationen skjuta över målet



kärn-KPI som i kärn-PCE, ökat relativt snabbt. Att hyrorna väntas fortsätta att stiga i relativt hög takt talar för att skillnaden mellan PCE och KPI fortsätter vara större än det historiska snittet. Kärn-PCE väntas accelerera gradvis till 1,8 procent under andra halvan av 2021, men förblir lägre än målet under hela prognosperioden.

### Nedåtriskerna överväger fortfarande för Fed

Efter att ha sänkt räntan vid tre möten i rad signalerar Fed en längre period med styrränta kring nuvarande nivå på 1,50-1,75 procent. Den övervägande majoriteten av Feds ledamöter prognostiserar inga ändringar i år och prognoserna bortom 2020 ska enligt Feds ordförande Powell ses som en markering av att långsiktig jämviktsränta är högre än dagens nivå. Feds agerande i fjol har likheter med 1990-talet då Fed vid två tillfällen sänkte räntan i snabb följd trots stark arbetsmarknad. Ribban för att återta sänkningarna är dock betydligt högre idag; enligt Powell krävs en betydande och bestående uppgång i inflationen, något som inte ligger i korten. Fed har därtill tydligt öppnat för att låta expansionen på arbetsmarknaden fortsätta trots att arbetslösheten redan är en bra bit under Feds bedömning av jämvikt på 4,1 procent. Vår bedömning är att nedåtriskerna för räntan fortfarande överväger men kortsiktigt ligger fokus på att utvärdera effekten av redan genomförda lättnader. Vi tror nu att Fed lämnar räntan oförändrad under åtminstone första halvan av 2020.

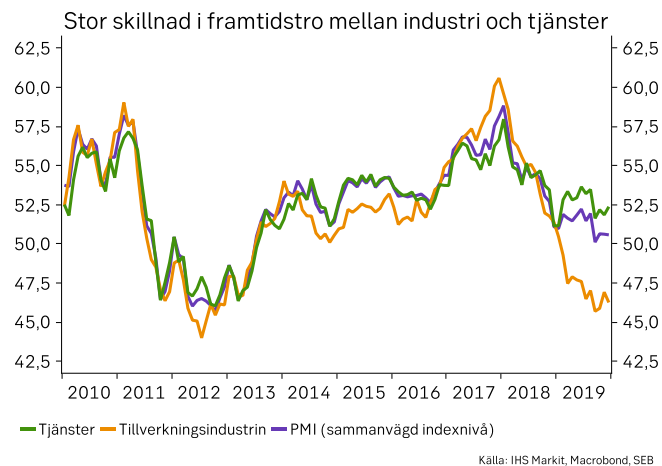
**Ökat utrymme att överskjuta inflationsmålet?** Den pågående översynen av det penningpolitiska ramverket ska vara klar i mitten på 2020. Diskussionen i protokoll och tal har fokuserat på bristande framtida manöverutrymme när nominella räntor är kvar nära noll. En slutsats är att Fed behöver lägga större vikt vid nedåtriskerna för inflation och inflationsförväntningar, inte minst i ett läge där inflationen över tiden tenderat att mestadels ligga under målet. Det öppnar för att låta inflationen periodvis skjuta över målet, t ex genom att omformulera inflationsmålet till ett genomsnittsmål. Fed har även diskuterat möjligheten att i likhet med Bank of Japan styra nivån på obligationsräntor, om än endast för kortare löptider, för att sätta ytterligare kraft bakom låga ränteutsikter när andra verktyg är uttömda. Vår slutsats är att Feds nya penningpolitiska strategi kommer att stärka argumenten för en expansiv räntepolitik. Att inflationen enligt vår prognos ligger kvar under målet bidrar till att Fed sänker ännu en gång till 1,25-1,50 procent i september i år.

**Osäkra utsikter bortom valet med nyckfull Trump.** Stimulans-effekterna av 2017 års skattereform har gradvis avtagit men generösa budgetar i en delad kongress innebär att finanspolitiken ser ut att förbli lätt expansiv även i år, motsvarande ett par tiondelar av BNP, och att det federala budgetunderskottet ligger kvar över 5 procent av BNP. Politiskt kommer året att präglas av riksriktprocessen och kommande presidentval. Även om de uppgifter som kommit fram varit graverande är det fortfarande högst osannolikt att den republikanskt styrda senaten skulle fälla presidenten. Väljarlandskapet förblir polariserat men presidentens stöd bland de egna sympatisörerna ser inte ut att ha skadats. Fortsatt hyfsad tillväxt samt brist på starka motkandidater ger Trump goda chanser att sitta kvar efter valet. Trumps agenda för nästa mandatperiod blir därmed viktig för utvecklingen under 2021; förnyat fokus på handelskonflikten med Kina och eventuellt även EU, är en nedåtrisk. Trump har vid flera tillfällen utlovat en ny skattereform för medelinkomsttagare, men utsikterna till detta är sannolikt begränsade så länge som makten över representanthuset behålls av demokraterna. De militära aktionerna mellan Iran och USA är ett nytt osäkerhetsmoment. Vår prognos utgår från att konflikten begränsas och inte övergår i ett nytt krig.

## Euroområdet

# Stabilisering men fortsatt svagt Tyskland

Regionen fortsätter att präglas av tillväxtdivergens mellan industri och tjänstesektorer. Även om vi ser tecken på bottenkänning för tyskledd industri-svagheter är utsikterna fortsatt svaga. Minskad handelsosäkerhet och EM-vändning bidrar dock till högre export framöver samtidigt som inhemsk ekonomi och arbetsmarknaden visar motståndskraft. Tillväxten fortsätter mattas i år men vänder upp till 1,2 procent år 2021. ECB väntas inte ändra den penningpolitiska inriktningen åren 2020-2021



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,9	1,2	1,1	1,2
Arbetslöshet*	8,2	7,6	7,7	7,5
Löner	2,2	2,4	2,5	2,5
KPI	1,8	1,2	1,5	1,5
Offentligt saldo**	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9
Offentlig bruttoskuld**	85,9	85,4	84,4	84,0
Inlåningsränta***	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,14	1,12	1,17	1,20

\* Procent \*\*Procent av BNP \*\*\* Vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

## Fortsatt tudelning men tendenser till stabilisering

Indikatorbilden är fortsatt svag och det är tydligt att problem i tillverkningsindustrin, framför allt i Tyskland, inte är över. Senaste PMI-siffran för tillverkningsindustrin ligger kvar en bra bit under 50-strecket och av de fyra stora länderna är det bara i Frankrike som industriföretagen tror på expansion i närtid. Tudelningen mellan såväl sektorer som länder består men det är värt att notera att indikatorbilden tycks ha stabiliserats de senaste månaderna. Det dröjer en bit in på 2020 innan vi väntar oss en förbättring av BNP-siffrorna. Indikatorläget bör fortsätta förbättras långsamt om vår prognos ska slå in.

**Strukturreformer i Frankrike och Spanien.** Utvecklingen de senaste kvartalen, och utsikterna framöver, skiljer sig åt relativt mycket mellan de fyra stora ekonomierna Tyskland (ca 30 procent av regionens BNP), Frankrike (20 procent), Italien (15 procent) och Spanien (10 procent). Inbromsningen de senaste åren har varit tydligast i Tyskland, vilket i hög grad beror på industrins stora andel av ekonomin. Som vi tidigare lyft fram (se bl a Tema: Bilindustrin i Nordic Outlook September 2019) är de tyska problemen av både konjunkturrell och strukturell natur. Liksom i Tyskland har den italienska tillväxten legat nära nollstrecket det senaste året och utsikterna ser fortsatt svaga ut. Vi väntar oss en viss förbättring under 2020 men tillväxten blir i alla fall för Tyskland lägre än vad vi är vana vid. Frankrike och Spanien fortsätter samtidigt att växa snabbare än regionen som helhet. Båda dessa länder har stått emot den globala inbromsningen relativt bra. Samtidigt som tysk BNP-tillväxt har fallit från 2,5 till 0,6 procent 2017-2019 har nedgången i Frankrike och Spanien stannat vid ca 1 procentenhet. Blickar vi framåt bidrar strukturreformer, bl a på arbetsmarknaden sannolikt till en förbättrad tillväxtpotential i dessa länder. Även om protester mot president Macrons reformagenda fortsätter i Frankrike ser den ändå ut att gradvis få en bredare acceptans.

**Blandade exportutsikter.** Inbromsningen i den globala industrikonjunkturen har generellt slagit hårt mot det exportberoende euroområdet. Exportorderläget är fortsatt svagt i flera länder, vilket tyder på dämpad utveckling också första halvåret 2020. Att den globala konjunkturen långsamt förbättras ger dock viss draghjälp på lite sikt men en fortsatt pressad bilindustri gör att exportåterhämtningen blir långsam. De politiska orosmolnen finns också kvar. Framsteg har gjorts med Fas1-överenskommelsen mellan USA och Kina men osäkerheten är fortsatt stor. Även om Boris Johnson och Tories nu har majoritet i det nya brittiska parlamentet återstår kniviga förhandlingarna om ett nytt handelsavtal mellan EU och Storbritannien. Industrins fortsatta svagheter bidrar till att investeringarna bromsar in och utvecklas svagt under hela prognosperioden.

**Hushållen håller hårt i plånboken trots hyfsat humör.** Stigande sysselsättning och tillgångspriser har bidragit till att konsumentförtroendet har hållit emot när andra indikatorer fallit. Trots detta har svagheter i andra delar av ekonomin i kombination med en avmattning i sysselsättningen bidragit till ett försiktigt konsumtionsbetende och fortsatt stigande sparande. Även om det höga sparandet, som nu utgör 13 procent av disponibel inkomst, skapar en potential för ökad konsumtion på sikt, är det svårt att tro på någon påtaglig uppväxling under prognosperioden när sysselsättningen mattas och arbetslösheten planar ut. Vi tror därför att konsumtionen fortsätter att öka med knappt 1,5 procent per år 2020 och 2021.

**Symmetriskt asymmetrisk riskbild.** Vår samlade bedömning är att sannolikheten för en bättre eller sämre utveckling än i vårt huvudscenario är ganska balanserad när vi nu börjat se en del "metkrokar" i datautfall. Däremot är riskbilden asymmetrisk när vi tittar på magnituden av avvikelser från huvudscenariot. Även om det i

nuläget i viss mån finns lediga resurser i ekonomin är potentialen för en rejäl tillväxtuppväxling begränsad. Skulle världsekonomin gå in i en recession, t ex beroende på eskalerande geopolitiska konflikter eller skarpa fall i tillgångspriser, skulle konsekvenserna bli stora för den ganska sköra ekonomin i euroområdet.

### BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Tyskland	1,5	0,6	0,7	1,0
Frankrike	1,7	1,3	1,2	1,4
Italien	0,8	0,2	0,5	0,7
Spanien	2,4	2,0	1,8	1,8
Euroområdet	1,9	1,2	1,1	1,2

Källa: Eurostat, SEB

### Finanspolitiken svagt expansiv

Underskottet i de offentliga finanserna ligger nu i paritet med de lägsta nivåer som noterats sedan euron infördes. Ändå får länder som t ex Italien och Frankrike fortsatt kritik från EU-kommissionen för bristande budgetdisciplin. Pressen på en mer expansiv politik kommer från flera håll och riktas fortsatt framför allt mot över-skottsländer som Tyskland och Nederländerna. Dessa länder för dock redan en svagt expansiv finanspolitik och i frånvaro av en djupare nedgång än den vi hittills sett är det inte troligt att ansvariga politiker i dessa länder ändrar sin strategi. Sammantaget innebar en vikande konjunktur och svagt expansiv politik att underskottet ökade något 2019 och det väntas ligga strax under 1 procent av BNP både 2020 och 2021. Mätt som andel av BNP fortsätter den offentliga skulden att falla och når 84 procent år 2021.

**Begränsad grön stimulansboost.** Miljöfrågorna tar allt större plats på agendan och gröna satsningar kan vara en väg att få acceptans för en mer expansiv ekonomisk politik. Även om en del länder vill undanta gröna investeringar från det regelverk som begränsar det finanspolitiska utrymmet är motståndet generellt tillräckligt stort för att förändra huvudbilden. I närtid är det främst investeringsstimulanser till privat sektor via t ex Europeiska Investeringsbanken och EU:s budget som är i fokus. Den plan som EU nyligen presenterat ("European Green Deal") kan vid en första anblick se rejäl ut (1000 miljarder euro) men är över 10 år och landar i motsvarande ca 1 procent av BNP per år. Men det är oklart hur mycket "nya" pengar som ingår och hur mycket som ersätter andra investeringar och satsningar. Med tanke på diskussioner som förs och det fokus frågan globalt har, kan situationen förändras rejält kommande år.

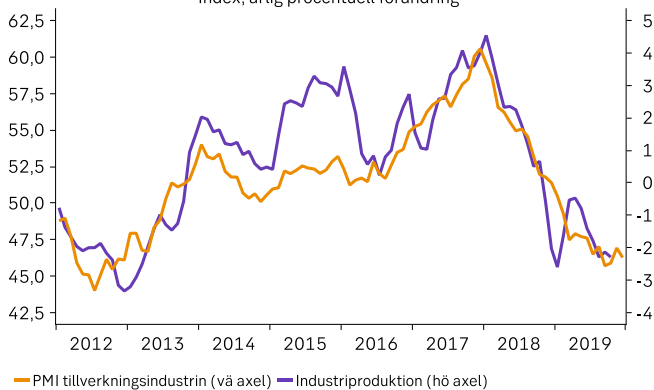
### Arbetsmarknaden visar motståndskraft

Arbetsmarknaden har varit stark under flera år och sysselsättningen har ökat med ca 13 miljoner de senaste 5 åren. Samtidigt har arbetslösheten pressats ner rejält och ligger nu på 7,5 procent; 0,5 procentenheter lägre än för ett år sedan och marginellt över nivån före den globala finanskrisen. Även om takten i nedgången nu bromsats upp har arbetsmarknaden uppvisat motståndskraft mot produktionsavmattningen. Indikatorer för arbetsmarknaden har visserligen fallit tillbaka men ligger över expansionsstrecket för sysselsättningen i de flesta länderna. Även i det pressade Tyskland har PMI:s sysselsättningsindex bara legat under 50 vissa enstaka månader 2019 och det är bara i tysk tillverkningsindustri som vi mot slutet av året sett en viss nedgång i antalet sysselsatta.

**Arbetsmarknaden påverkas med viss fördröjning.** Eftersom en avmattning i produktionen normalt påverkar arbetsmarknaden med viss fördröjning är det troligt att vi kommer att få se lite tydligare effekter den närmaste tiden. Vi väntar oss därför att arbetslösheten vänder svagt uppåt under 2020 men att den därefter åter vänder ner 2021 och når 7,4 procent mot slutet av året. Eftersom arbetslösheten nu är nere i paritet med såväl nivåerna före den globala finanskrisen som med de estimat av jämviktsarbetslöshet som t ex EU-kommissionen redovisar kommer även analysen av ekonomins utbudssida att bli viktig. I takt med sjunkande arbetslöshet har fler företag också signalerat ökade rekryteringsproblem men bristtalen har ändå vänt nedåt en del den senaste tiden. Även om utbudssidan på lite längre sikt kommer att sätta restriktioner för hur snabbt sysselsättningen kan öka inger erfarenheterna från andra delar av världsekonomin hopp. I USA, Japan och Storbritannien har en lång period med stark efterfrågan på arbetskraft bidragit till att estimaten på jämviktsarbetslösheten successivt skiftat nedåt. Även om många länder i euroområdet, bla Frankrike, Italien och Spanien dras med strukturella problem på arbetsmarknaden, är utsikterna goda för att mönstret ska kunna upprepa sig också i euroområdet.

Industriproduktionen på väg att botten?

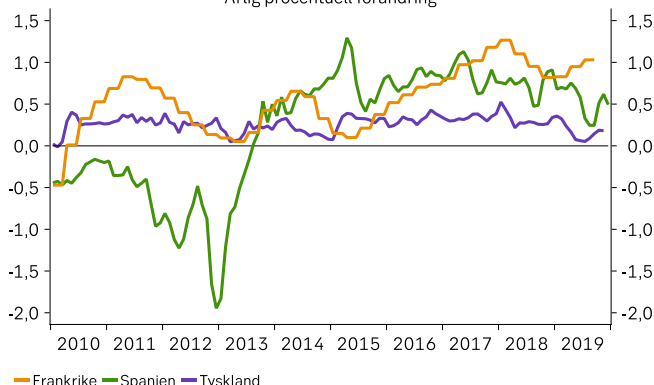
Index, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, IHS Markit, Macrobond, SEB

Sysselsättningen ökar trots allt

Årlig procentuell förändring

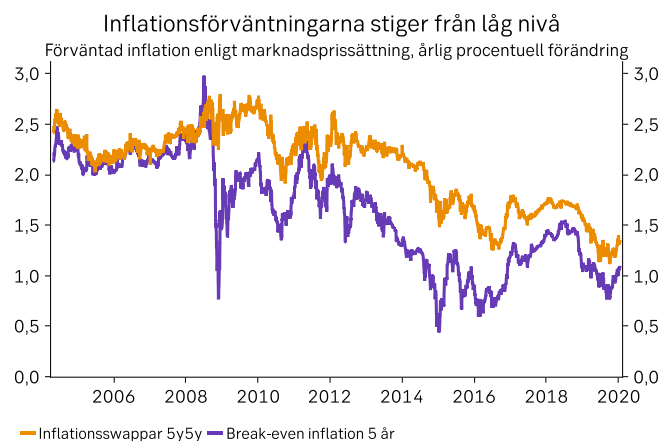
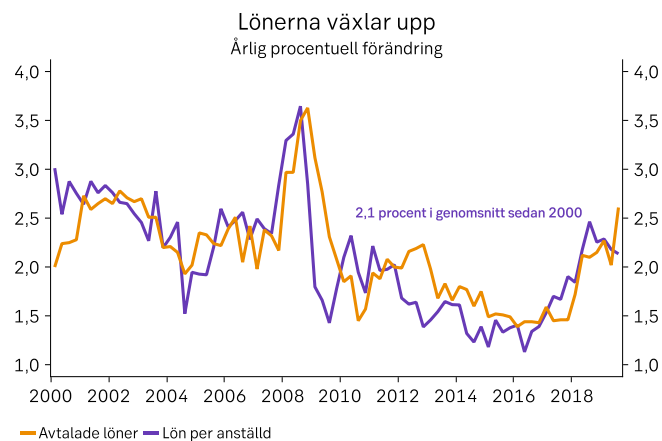


Källa: Macrobond, SEB

**Löner klättrar högre.** I takt med att arbetsmarknaden förbättrats har lönerna sakta börjat klättra uppåt. Tyskland har lett utvecklingen men löneökningstakten har sakta växlat upp från en låg nivå också i andra länder det senaste året och Italien och Spanien uppvisar nu en ökningstakt på 2 procent. Löneökningstakten i regionen som helhet ligger strax över 2 procent i dagsläget och även om arbetsmarknaden kyls av något i år väntar vi oss att ökningstakten fortsätter långsamt högre de kommande åren och ligger kring, eller strax över 2,5 procent mot slutet av prognosperioden.

# 1,3%

Kärninflationen klättrade upp i november drivet av bl a tysk tjänsteinflation. Även om inflationen klättrat långsamt högre framöver ligger den kvar klart under ECB:s mål hela prognosperioden.



## Fortsatt låg inflation trots stigande löner

Svagare konjunktur har bidragit till att ECB:s förhoppningar om en gradvis uppgång av inflationstakten kommit på skam också under 2019 då utfallen ofta överraskat på nedsidan. Kärninflationen har under nästan två år legat stabilt kring 1 procent men ett nytt hopp tändes i november och december när kärninflationen plötsligt steg till 1,3 procent, med en oväntad acceleration av de tyska tjänstepriserna som huvudsaklig förklaring. Det är än så länge för tidigt att avgöra om detta är början på en varaktigt lite högre inflationstakt, inte minst mot bakgrund av 12-månaderstalet kan ha påverkats av att november 2018 var en ovanligt svag månad och har hållit tillbaka helåret 2019.

**Öklart genomslag från högre löner.** Att löneökningarna växlat upp bidrar till ett lite högre underliggande inflationstryck. Analyser från ECB ger dock vid handen att företagen fortfarande kan anpassa vinstmarginaler och andra kostnader och att man därmed inte har behövt höja priserna i samma utsträckning som lönerna. Det följer det internationella mönstret där globalisering, automatisering och ökat informationsövertag för konsumenterna håller nere prisökningarna. Vi räknar ändå med att stigande lönekostnader till slut tvingar företagen till lite högre prishöjningar framöver. Den svaga BNP-tillväxten som framför allt är efterfrågedriven, gör dock att ECB får svårt att nå sitt mål under prognosperioden. HIKP-inflationen når 1,5 procent och kärninflationen 1,4 procent under 2021. Stigande livsmedelspriser utgör dock en uppåtrisk i prognosen. Den afrikanska svinpesten som kraftigt bidragit till stigande livsmedelspriser i Sydostasien (främst Kina) har potential att även påverka Europa. Smittan har länge funnits i Polen, men rapporter om nya fynd nära den tyska gränsen har medfört åtgärder från myndigheterna. Då Tyskland står för 15 procent av global handel med fläskkött skulle störningar i produktionen få märkbara effekter.

## ECB i vänteläge under ny ledning

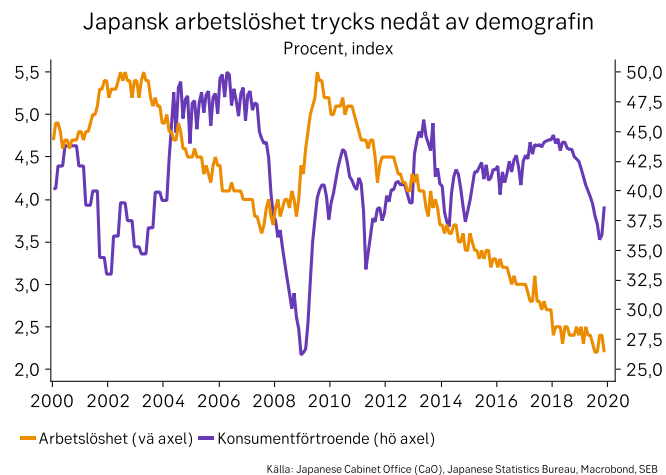
Christine Lagarde gjorde under sin första presskonferens som ECB-chef tydligt att en ny ledning har tagit över. Därmed blir tidigare kommunikation mindre viktig som vägledning för kommande penningpolitiska beslut. ECB kommer under 2020 att genomföra en omfattande översyn av sin penningpolitiska strategi. Denna kommer inte bara att utgå från traditionella penningpolitiska perspektiv utan även inkludera frågor som teknisk utveckling, klimatutmaningar och ökad ojämlikhet. En så omfattande genomgång kan förstås leda till en del förändringar men det är svårt att se att ECB skulle få ett väsentligt annorlunda mandat än t ex vad Fed får efter sin översyn. Det är också möjligt att Lagarde, med sin erfarenhet som tidigare finansminister, kan bidra till en mer levande dialog med EU-kommissionen och nationella regeringar när det gäller samspelet mellan finans- och penningpolitik i en situation där det penningpolitiska manöverutrymmet är ytterst begränsat.

**ECB ligger still men har duvaktig bias.** Vi väntar oss nu att ECB efter höstens åtgärder ligger still under 2020-2021, i linje mer flera andra centralbanker. Riskbilden är dock asymmetrisk; sannolikheten för en höjning är låg men skulle data för regionen försämrats är tröskeln, trots motstånd från en del länder, för att leverera nya stimulanser inte särskilt hög. I första hand tror vi att ECB då kommer att prioritera lägre ränta före ytterligare statsobligationsköp.

# Japan

## Mer finanspolitik minskar BOJ-stress

En sårbar ekonomi och ett lågt inflationstryck har tvingat regeringen att sätta nya finanspolitiska stimulanser. Förra årets kejsarinstallation och den förväntade momshöjningen gav en volatil BNP-tillväxt. Nu bromsar tillväxten in men hamnar ändå nära trend 2020 och 2021. Nya frihandelsavtal med bl a USA och EU och en ljusning för asiatisk tech-sektor ger viss stöd. Penningpolitiken förblir oförändrat expansiv; Bank of Japan når inte inflationsmålet under prognosperioden.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	0,3	1,2	0,9	0,6
Arbetslöshet*	2,4	2,3	2,2	2,1
KPI exkl livsmedel	1,0	0,5	0,7	0,8
Offentligt saldo**	-3,2	-3,0	-3,1	-3,1
Offentlig bruttoskuld**	237	238	239	240
Reporänta***	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
USD/JPY***	110	109	110	112

\* Procent \*\*% av BNP \*\*\* Vid årets slut. Källa: IMF, SEB.

**Japans ekonomi väntas ha vuxit med 1,2 procent under 2019**, något över trend 0,5-1,0 procent trots en stark motvind för bl a exportsektorn med negativa földeffekter för investeringar och industriproduktion. I den positiva vågskålen ligger en stark arbetsmarknad. Tillväxttakten har varit volatil under 2019. Prognosen är att BNP-tillväxten bromsar in: i år väntas BNP växa med 0,9 procent för landa på 0,6 procent 2021. Den åldrande befolkningen fortsätter hämma tillväxten och bidrar till den låga arbetslösheten och den relativt omvärlden svaga trendtillväxten. Inbromsningen 2020-21 speglar även minskat tillväxtbidrag från investeringar knutna till Tokyo-OS 2020.

**Japan, och i synnerhet tillverkningsindustrin, är sårbart** för förändringar i tech-cykeln och risken för en avstannande globalisering och ökad protektionism. Tech-sektorn har under andra halvåret 2019 visat tecken på ökad aktivitet. I slossning i relationen till Sydkorea utgör också en positiv exportfaktor liksom Tokyos nya handelsavtal med USA. Därmed förbättras utsikterna för den exportsektorn.

**Regeringen Abe sjösatte ännu ett i raden av stora stimulanspaket** i slutet 2019 på ca 240 miljarder dollar för de närmaste åren. Paketet, som inkluderar bl a infrastruktursatsningar, är tänkt att fungera som motvikt till globala nedåtrisker (t ex Kina och EU) och fylla delar av tomrummet efter att de positiva tillväxteffekterna klingat av efter slutförandet av OS. Enligt regeringen bidrar paketet till att lyfta BNP-tillväxten de närmaste åren med uppemot 1,4 procentenheter.

**Abe höll "löftet" till omvärlden att höja moms** från 8 till 10 procent i höstas för att därmed försöka uppnå en mer hållbar utveckling för offentliga finanser. Genom att "bädda in" momshöjningen i tillfälliga skattelättnader och utgiftsökningar hoppades regeringen undvika alltför stora svängningar i privat konsumtion. Strategin verkar ha misslyckats. Det nya stimulanspaketet (se ovan) gör att Japan åter slår in på en väg som tillåter offentliga skulden (idag 238 procent av BNP) att växa. Jämfört med förra *Nordic Outlook* har vi justerat upp prognosen för budgetunderskottet till strax över 3 procent per år. Om tilltron faller till Japans offentliga finanser kan både finansiella stabiliteten och global tillväxt äventyras.

**Strukturella reformer krävs som ökar ekonomins produktionssida** genom högre sysselsättning och produktivitet. Bristen på arbetskraft liksom skatteincitament för företag och minimilöner har lyft enhetsarbetskraftkostnaden och bidragit till att ta landet ur deflationsgreppet. Vissa reformer har burit frukt; gränser har öppnats för utländsk arbetskraft medan kvinnors deltagandegrad på arbetsmarknaden underlättats. Vi tror att arbetslösheten – i dag 2,2 procent – kan falla ytterligare något. Men trots en något högre löneinflation tror vi inte att Bank of Japan (BOJ) lyckas nå inflationsmålet 2 procent under prognosperioden; kärninflationen (KPI exklusive livsmedel) väntas ligga 0,5-1,0 procentenheter under målet samtidigt som låga inflationsförväntningarna fortfarande är djupt rotade i hushålls och företags medvetande.

**Arbetet för BOJ underlättas** av den mer expansiva finanspolitiken främst 2020. Därmed kan BOJ avstå från ytterligare monetära lättnader i ett läge där allt fler ifrågasätter penningpolitikens effektivitet. Sammantaget gör det att styrräntan ligger kvar på -0,10 procent och att BOJ fortsätter styra 10-åriga statsräntan mot 0 procent genom att monetära basen (genom värdepappersköp) tillåts växa med 5-10 procent årligen. Vår prognos är att USD/JPY ligger på 110 i slutet av 2020 och 112 i slutet av 2021.

# Storbritannien

## Osäkerheten består även i år

Brittisk ekonomi har påverkats negativt av den osäkerhet som EU-utträdet har skapat under de senaste åren. Osäkerheten består även under 2020. Storbritannien är, liksom USA, framförallt en konsumtionsdriven ekonomi. De brittiska hushållens situation ser alltjämt tillfredsställande ut men det syns nu vissa oroande tecken på att arbetsmarknaden håller på att försvagas, vilket ökar nedåtriskerna i ekonomin i en situation då hushållens sparande ligger på en låg nivå.

**Fyra år av osäkerhet.** Sedan David Cameron utlyste folkomröstningen i slutet av 2015 har det mesta runt brittisk ekonomi kretsats kring Brexit och dess konsekvenser. Även om det alltjämt råder stora oklarheter om följderna av att lämna EU så har Tories majoritet i parlamentet efter valet ändå reducerat osäkerheten. Vi vet nu att Storbritannien lämnar EU den 31 januari och därefter följer en period med intensiva förhandlingar om ett handelsavtal mellan parterna. Under 2020 gäller en övergångslösning då Storbritannien i praktiken kvarstår som EU-medlem, men utan politiskt inflytande. Redan under 2021 är det dock tänkt att det nya avtalet ska styra relationen mellan EU och Storbritannien.

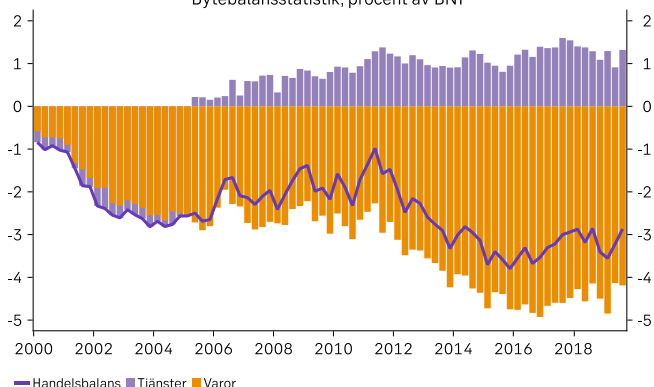
**Nedåtrisker för konsumtionen.** De negativa konsekvenserna av osäkerheten är tydliga. Om man t ex jämför tillväxten med den i EU eller USA verkar Brexit framförallt ha haft en negativ inverkan under 2017 och delar av 2018, och mindre under 2019. Storbritannien är, liksom USA, en ekonomi där tillväxten främst styrs av hushållens efterfrågan. De brittiska hushållens situation ser alltjämt tillfredsställande ut med en stark arbetsmarknad och hyfsad löneutveckling. Arbetslösheten har under 2019 stabiliserats runt 3,8 procent och lönetillväxten har legat mellan 3 och 4 procent. Vissa tecken, som minskat antal vakanser, tyder dock på att arbetsmarknaden är på väg att kylas av. I en situation där nedpressad sparkvot försvagar hushållens motståndskraft kan en svagare arbetsmarknad tydligt hämma konsumtionen.

**Osäkerheten består.** Brexitosäkerheten har hållit tillbaka företagens investeringar de senaste åren och vissa kvartal har investeringarna minskat i årstakt. Så länge avtal med EU saknas lär osäkerheten dämpa investeringar och produktion, vilket illustreras av att inköpschefsindex ligger under 50-nivån för samtliga tre huvudsektorer industri, bygg och tjänster. I denna miljö räknar vi med att BNP-tillväxten faller till 1,0 procent 2020 för att sedan öka försiktigt till 1,1 procent år 2021. Tories valmanifest tyder på en ganska stram finanspolitik kommande år, men vi tror ändå att perioden med fallande budgetunderskott är förbi och med en stabilisering runt 3 procent av BNP 2020 och 2021.

**Avsaknad av handelsavtal för tjänster pressar bytesbalansen.** Handelsbalansen har uppvisat tvära kast det senaste året. Skälet är att företagen vid olika tillfällen genomfört stora lagerjusteringar när man försökt parera olika politiska besked avseende deadlines för Brexit. Utveckling framöver är också osäker. I nuläget verkar framtida handelsavtal mellan EU och Storbritannien främst komma att omfatta varuhandeln, där Storbritannien har ett betydande underskott gentemot EU. Handeln med tjänster, där Storbritannien tvärtom har ett överskott, kommer att drabbas av olika inskränkningar. Den omedelbara effekten kan alltså bli att underskottet mot EU ökar ytterligare efter utträdet.

**Pundets återhämtning har nått vägs ände.** Lugnare utveckling på arbetsmarknaden och pundets återhämtning under senare delen av 2019 väntas dämpa det brittiska pris- och lönetrycket. Inflationen faller till 1,3 procent 2020 men stiger igen under 2021. Trots tecken på en svagare tillväxt har Bank of England än så länge hållit fast vid signalerna om en försiktig åtstramning av penningpolitiken framöver. Direktionen är dock splittrad och vi räknar därför med att svagare tillväxt bidrar till att kommunikationen mjukas upp och att centralbanken sänker styrräntan till 0,50% i maj. Denna omläggning i kombination med fortsatt osäkerhet kring Brexit och ekonomins utveckling gör att pundet väntas tappa mark under det kommande året efter förstärkningen under 2019. Nås ett handelsavtal bör pundet återhämta sig under 2021. Vi räknar med att EUR/GBP stiger till 0,88 vid slutet av 2020 för att därefter och falla tillbaka till 0,84 i slutet av 2021.

Storbritanniens handel med EU  
Bytesbalansstatistik, procent av BNP



Källa: U.K. Office for National Statistics (ONS)

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,4	1,3	1,0	1,1
Arbetslöshet*	4,1	3,8	4,1	4,3
Löner	2,9	3,5	3,0	2,5
KPI	2,5	1,8	1,3	1,6
Offentligt saldo**	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Offentlig brutto skuld**	86,8	85,6	84,8	84,6
Styrränta***	0,75	0,75	0,50	0,50
EUR/GBP***	0,90	0,85	0,88	0,84

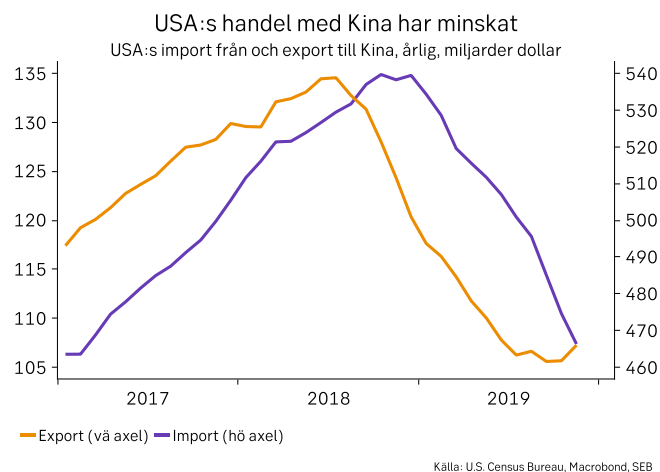
\* % av arbetskraften \*\* % av BNP \*\*\* Slutet av perioden Källa: Macrobond, SEB



## Kina

# Peking sitter med lätt tryck på gaspedalen

Kinas BNP-tillväxt bromsar in 2020 trots minskad risk för ett eskalerande handelskrig. Den ligger dock kvar strax under 6 procent under prognosperioden. Viss nedjustering av USA:s tullar mot Kina hjälper exportindustrin men många kinesiska företag möter fortfarande höga tullar. Tecken på cyklisk återhämtning för global handel och bottenkänning för privat konsumtion minskar behovet av ytterligare stimulanser från Peking även om utrymme finns.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	6,6	6,1	5,7	5,9
KPI	2,1	2,9	3,6	2,2
Offentlig bruttoskuld*	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8
Bankernas kassakrav**	14,5	13,0	12,5	12,5
Utlåningsränta**	4,35	4,35	4,35	4,35
Inlåningsränta**	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvänd reporänta**	2,55	2,50	2,45	2,45
USD/CNY***	6,88	7,00	7,15	7,20

\* % av BNP \*\* Procent \*\*\* Vid årets slut. Källa: IMF, SEB

**Beskedet om Fas1-avtalet med USA har minskat nedåtriskerna** för Kinas ekonomi. BNP-tillväxten ser dock ut att mattas av till 5,7 procent för 2020 jämfört med väntade 6,1 procent för 2019. År 2021 väntas BNP-tillväxten åter växla upp något till 5,9 procent. Prognosen utgår från att USA-tullarna ligger kvar under året samtidigt som risken är betydande för en ny eskalering av handelskriget. Vita husets uppvisade oförutsägbarhet i bilaterala handelsförhandlingar de senaste två åren ger anledning till försiktighet i slutsatserna kring Kina-USA-avtalet. Nästa omgång av handelsamtal med USA kommer också att påbörjas relativt snart men ett Fas2-avtal lär knappast nås under 2020 bl a på grund av USA:s presidentval i november.

**Att Kina enligt Fas1-avtalet ska utöka köpen av USA-varor** med ca 200 miljarder dollar under 2020–2021 får negativa konsekvenser för Kinas handelsrelationer med andra länder. Därmed blir handelsosäkerhet ett skäl för kinesiska företag att hålla tillbaka investeringar. En stabilisering av infrastrukturinvesteringar har inte räckt till för att uppväga svaga privata investeringar. Uttalanden från Peking antyder en försiktig finanspolitisk hållning och att man vill undvika ett budgetunderskott som påtagligt överskrider det som väntas för 2019: 2,8 procent av BNP. Om Peking varken accepterar ökade budgetunderskott eller höjda kvoter för emissioner av kommuners specialobligationer (målet 2019 var 5 procent av BNP) lär inte heller infrastrukturinvesteringarna öka speciellt mycket 2020 och 2021.

**Indikatorer antyder en starkare hushållskonsumtion framöver.**

Även om bilsektorn fortfarande möter en hel del utmaningar efter bl a skattejusteringar och viss kreditåstramning väntas en viss återhämtning efter de svaga utfallen 2019. Handelsosäkerheten hämmar dock företagets vilja att nyanställa. Även om utrymme finns tror vi dock att en generellt mer expansiv ekonomisk politik bara blir aktuell om arbetsmarknaden skulle visa på tilltagande svaghet det närmaste halvåret. Den övergripande finanspolitiska strategin förblir därför att agera med punktinsatser snarare än sjösättning av stora stimulanspaket.

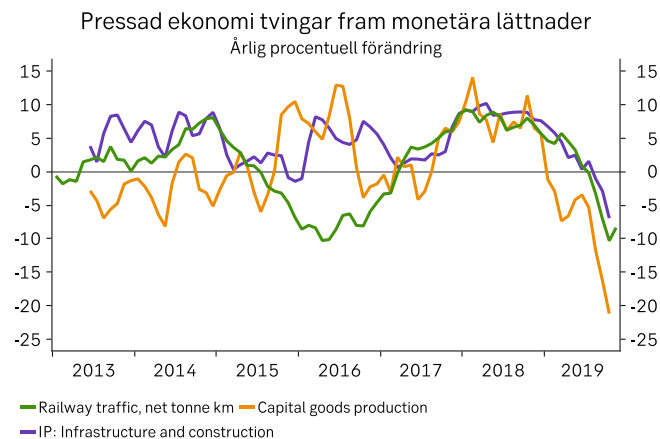
**Försvagad penningpolitisk transmission.** I takt med lägre förväntningar på nya Fedsänkningar blir utrymmet mer begränsat för Kinas centralbank PBoC att sänka räntan. Vi räknar med oförändrade styrräntor under prognosperioden. Dock valde PBoC att som väntat i början av året sänka kassakraven med 0,5 procentenheter till 12,5 procent. Generellt lågt inflationstryck – livsmedels- och fläskpriser undantagna – har möjliggjort penningpolitiska lättnader. Men finansiella förhållanden har blivit stramare med färre emissioner av företagsobligationer, syrefattig kreditgivning från banker samt ökad kontroll av skuggbanker vilket försämrar penningpolitikens transmissionsmekanism. Försöken att adressera Kinas finansiella risker gagnar dock stabiliteten i både Kina och världen i ett medel till långsiktigt perspektiv.

**Yuanen har under 2019 handlats i intervallet 6,67–7,18** mot dollarn och tidvis drivits av både framsteg och bakslag i handelssamtalen med USA. Valutafrågan ingår som en viktig delkomponent i Fas1-avtalet. PBoC lär försöka begränsa rörelsen uppåt för USD/CNY men ändå inte acceptera en förstärkning av valutans p g a motvinden som exportsektorn känner från USA-tullarna. I slutet av året handlas USD/CNY till 7,15 för att i december 2021 nå 7,20.

# Indien

## Kortsiktig osäkerhet – långsiktiga utmaningar

I närtid präglas Indiens ekonomiska tillväxtutsikter av stor osäkerhet. BNP-prognosen revideras åter ned efter ett svagt tredjekvartal 2019. Indikatorer pekar på fortsatt svaghet p g a inhemska utmaningar. Kreditexpansionen har kollapsat vilket speglar både ökad riskaversion och hårdare regleringar av skuggbanker. Försämrade offentliga finanser tvingar centralbanken att stå för tillväxtstödet genom en än mer expansiv penningpolitik framöver.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	7,4	5,1	6,0	6,5
KPI	4,0	3,5	3,5	4,1
Offentlig budgetsaldo*	-3,4	-3,7	-3,5	-3,4
Bytesbalans*	-2,1	-1,8	-1,9	-2,1
Styrränta**	6,50	5,15	4,90	4,90
USD/INR***	72,1	71,0	73,0	74,5

\* % av BNP \*\* Procent \*\*\* Vid årets slut. Källa: IMF, SEB

**Indiens ekonomi är under press.** BNP-ökningen på 4,5 procent i årstakt för tredje kvartalet var den lägsta på 6–7 år och sjätte kvartalet i rad med sjunkande tillväxttakt. Vi har därför reviderat ned BNP-prognosen för 2019 och 2020 till 5,1 respektive 6,0 procent. Återhämtningen 2020 speglar delvis positiva baseffekter men också bra jordbruksskördar efter gynnsamma monsunregn samt viss fördröjd effekt av en lättare penningpolitik under andra halvåret 2019. Trots detta förväntas BNP-tillväxten ligga under trend under prognosperioden.

**Inhemska efterfrågan uppvisar svagheter.** Den svagare realekonomiska utvecklingen och utmaningarna för den finansiella sektorn samspelar just nu på ett negativt sätt och pressar ekonomin. Kreditillväxten fortsätter att mattas; ökningstakten för bankutlåningen låg under 7 procent i slutet av förra året samtidigt som takten för emissioner av företagsobligationer nu fallit till drygt 4 procent. Nedgången i kreditillväxt speglar dels riskaversion, dels en oro för utvecklingen av det finansiella systemets stabilitet. Myndigheterna behöver presentera förslag till ramverk som kan hantera kreditproblem utanför banksektorn. Med hänsyn till att denna sektor utgör ca 13 procent av BNP väntas åtgärderna också "kosta" premiärminister Modi visst politiskt kapital.

**Utsikterna för investeringar är också utmanande** p g a svag global efterfrågan och utgör därmed ännu en motvind för Indiens ekonomi. Under tredje kvartalet växte investeringarna med magra 1 procent i årstakt – den lägsta takten på sex år. De senaste små stegen som tagits av regeringen för att stimulera investeringar är troligen otillräckliga för att lösa strukturella svagheter.

**Svaga offentliga finanser begränsar möjligheterna att använda finanspolitiken** för att stimulera efterfrågan. Statens intäkter har svårt att nå uppsatta mål när nominell BNP växer långsammare. Skatteintäkterna dämpas också av den sänkning av företagsskatter som genomfördes i slutet av 2019. Därmed väntas regeringen inte klara målet om budgetunderskott på maximalt 3,4 procent av BNP. För att minska underskottet kan regeringen eventuellt öka avgifter och/eller sälja ut statliga tillgångar.

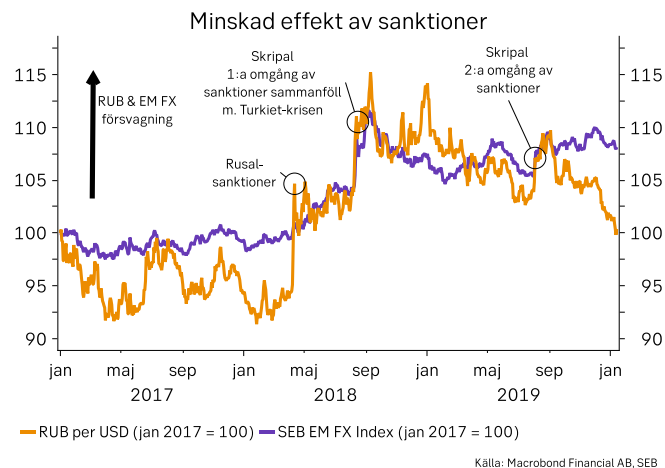
**Att centralbanken oväntat avstod från att sänka räntan** i slutet av 2019 riskerar att förvärra Indiens ekonomiska läge. Trots att centralbanken (RBI) reviderat ned sina ekonomiska prognoser valde man att behålla räntan på 5,15 procent efter att sammantaget ha sänkt räntorna 135 räntepunkter under 2019. Mot bakgrund av det begränsade finanspolitiska utrymmet riskerar den inhemska efterfrågan därför att hämmas. Därför räknar vi med att RBI återupptar sina räntelättnader. Det är dock viktigt att ytterligare monetära lättnader inte ökar frågetecknen kring skuggbankerna, vilket på sikt kan ge negativa spridningseffekter till den reala ekonomin.

**Indiska rupien har handlats stabilt trots växande frågetecken** om realekonomin och det finansiella systemet. RBI:s sänkingspaus tillför ytterligare utmaning för den indiska ekonomin genom att hålla uppe rupiens värde. Starkare externbalans (betalningsbalans) ger valutans visst immunförsvar, men eftersom förbättringen främst är hänförlig till lägre import utgör den en ytterligare indikation på en svag ekonomi. Mot bakgrund av en viss återhämtning av inhemska efterfrågan väntas importen åter stiga vilket kan försvaga rupien. Vi räknar med att rupien i slutet av 2020 respektive 2021 handlas till 73,0 respektive 74,5 mot dollarn.

# Ryssland

## Gradvis återhämtning men låg reformtakt

Kremls annonserade satsningar på infrastruktur, skola, forskning och sjukvård kommer att lyfta tillväxten 2020 och 2021. De är dock inte tillräckliga för att Putins mål att höja potentiell tillväxt till över 3 procent ska nås. Effekterna av sanktioner verkar ha minskat med tiden. De hårdare sanktioner som nu diskuteras i USA:s senat kommer sannolikt inte att genomföras eftersom de riskerar att skada också amerikanska affärsintressen.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,3	1,2	1,8	2,2
KPI	2,9	4,5	3,5	4,1
Styrränta *	7,75	6,25	6,00	6,75
Statsskuld**	14,0	15,5	16,5	16,5
Bytesbalans**	6,8	5,8	3,5	3,0
Löner (nominella)	10,1	7,1	6,0	7,0
USD/RUB kurs***	69,4	62,0	65,0	67,5

\* Procent vid årets slut; \*\* % av BNP; \*\*\* vid årets slut.

Källa: IMF, Rosstat, Ryska centralbanken, SEB

**Gradvis återhämtning.** BNP återhämtade sig något under andra halvåret men den svaga starten på året gör att BNP-tillväxten för helåret 2019 ser ut att stanna vid 1,2 procent. Den tydliga inbromsningen jämfört med 2018 beror främst på försvagad nettoexport men också på en stram budgetpolitik. Centralbanken har därtill stramat åt villkoren för bankernas utlåning till hushållen, vilket bromsat in kredittillväxten något. Privat konsumtion har ändå varit förhållandevis stabil och visar nu tecken på att stärkas med stöd av stigande löner och modest inflation. Efter valet 2018 presenterade president Vladimir Putin tolv "nationella projekt" i syfte att lyfta potentiell tillväxt över 3,0 procent från nuvarande nivå under 2,0 procent. I huvudsak handlar det om att öka statliga och privata investeringar samt att förbättra infrastruktur, forskning, utbildning och sjukvård. Förenklingar i regelverk och stöd för små- och medelstora företag har också utlovats. Implementeringen av projekten har gått trögt men troligen kommer de igång gradvis de kommande åren och hjälper till att lyfta BNP-tillväxten till 1,8 procent 2020 och 2,2 procent 2021. Putin kommer sannolikt inte genomföra de reformer av statsägda bolag, arbetsmarknaden och domstolsväsendet som skulle krävas för att varaktigt få upp tillväxten över 3,0 procent.

**Starka statsfinanser.** Statsbudgeten genererade sannolikt ett överskott på 1,1 procent av BNP 2019. Även om Kreml planerar att minska överskottet med 0,3 procentenheter per år de kommande tre åren är statsfinanser mycket starka med en statskuld på cirka 16 procent av BNP.

**Centralbanken på väg att avsluta räntesänkningarna.** Inflationen sjönk betydligt i slutet av 2019 och nådde 3,0 procent i december. Baseffekter (då momsökningen i januari 2019 faller ur jämförelsen) kommer sannolikt att göra att inflationen faller ytterligare till ca 2½ procent i början på 2020. Vi tror dock att relativt höga löneökningar därefter driver upp inflationen i slutet av 2020 till runt målet på 4,0 procent. Den låga inflationen i början på året skapar ändå utrymme för centralbanken att sänka styrräntan ytterligare en gång till 6,00 procent, vilket sannolikt utgör botten på denna räntecykel. Om Kreml förverkligar planerna på gradvis ökade statliga investeringar samtidigt som global ekonomi återhämtar sig förväntar vi oss att centralbanken håller fast vid inflationsmålet på 4,0 procent och stramar åt penningpolitiken under 2021.

**Stabil rubel.** Budgetregeln som började införas 2018 har bidragit till att minska rubelns känslighet för fluktuationer i oljepriset. Starka statsfinanser och hög avkastning på rubel-denominerade statsobligationer har också attraherat kapitalinflöden och stöttat växelkursen. Vi väntar oss att dessa förhållanden består även de kommande två åren. Centralbanken och finansministeriet kommer dock också att fortsätta att bygga upp storleken på Rysslands internationella valutareserv och den statliga välfärdsfonden. Rubeln ser därmed ut att försvagas något till 65,0 mot slutet av 2020 och till 67,5 mot dollarn 2021, vilket bidrar till en bibehålla konkurrenskraften och dämpa importen.

**Putin sitter relativt säkert.** Kremls ambition att kontrollera informationsflödet och det politiska landskapet kommer med all sannolikhet att bestå. Protester som stundtals uppstått ser inte ut att bli tillräckligt omfattande för att hota president Putin. De amerikanska sanktioner mot banker, energisektorn och mot köp av statsobligationer, som diskuteras i kongressen under "Defending American Security from Kremlin Aggression" (DASKA) skulle kunna orsaka marknadsvolatilitet och lägre tillväxt. Vårt huvudscenario är dock att de inte kommer att införas då de riskerar att skada även amerikanska affärsintressen. Putin utnämnde Mikhail Mishustin till premiärminister efter att Dmitrij Medvedevs regering oväntat avgått den 15 januari men den ekonomiska politiken lär inte ändras.

Tema:

# Mot hållbar energi

Snabb acceleration av teknisk utveckling är nödvändig.

Innovationer är nödvändiga för att möjliggöra en hållbar omställning mot elektrifiering. Marknaderna kommer att lösa detta men problemet är att det går för långsamt. Om vi fortsätter att följa samma mönster som vid tidigare teknologirevolutioner kommer vi inte att vara i mål förrän på 2070-talet; ett kvarts århundrade för sent ur ett klimatperspektiv. 30-30-30-modellen måste omvandlas till en 30-15-15 modell om kraven i Parisavtalet ska kunna uppfyllas.

**2010-talet kommer att bli ihågkommen som en vändpunkt i klimatkrisen** - inte för att den löstes, utan för att det åtminstone blev erkänt att vår nuvarande ekonomiska modell inte är hållbar om en större andel av världens befolkning inkluderas.

**Denna insikt har pågått sedan 1980-talet.** Då startade den IT-aktiverade industrialiseringen av Asien samtidigt som utvecklingen av kärnkraften, som dykt upp som alternativ till fossila bränslen, började stanna av. Detta blev särskilt oroande när Kina tredubblade sina koldioxidutsläpp mellan 2000 och 2010.

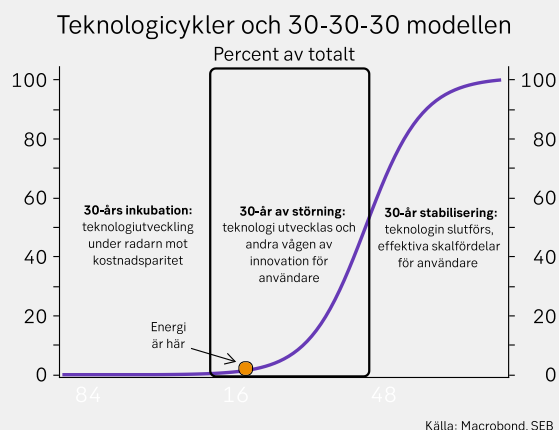
**I dag finns det en allmän överenskommelse om** att de globala koldioxidutsläppen ska minska snabbt, men det finns mindre enighet om vad det innebär. Med hjälp av Kayidentiteten - en formel som delar upp koldioxidutsläpp i två enkla källor - kan vi identifiera möjliga vägar framåt: 1) antingen hittar vi teknologier som kan minska koldioxidintensiteten per enhet av BNP, eller; 2) tvingas vi acceptera en kraftig nedgång i BNP - på ett eller annat sätt. Det första alternativet är uppenbarligen att föredra, men är det också realistiskt? Vår analys av historiska teknikcykler antyder att tekniska lösningar helt klart är inom räckhåll, men att de kan vara för långsamma för att dyka upp om marknaderna lämnas helt oreglerade.

**Utvecklingen och distributionen av ny radikal teknik** passar inte in i textböckernas jämviktsmodeller. I en

teknologirevolution kännetecknas de tidiga stadierna av positiva stordriftsfördelar, där priserna på ny teknik sjunker snabbare ju mer man investerar.

**I själva verket har det förekommit ett återkommande S-format mönster** i de viktigaste perioderna av teknologikutveckling sedan industrialiseringen började, vilket vi kallar modellen 30-30-30.

- En ny teknik måste först genomgå en 30-årig "förutvecklingsperiod", där teknik utvecklas med subventioner, innan den når kostnadsparitet med etablerad teknik.
- Det följs sedan av 30 års explosiv volymtillväxt och kollapsande priser på grund av skaleffekter, åtföljt av en andra innovationsvåg bland användare av den nya tekniken.
- Till slut, efter att ha nått ungefär 50 procent av sina slutgiltiga användare, blir tillväxten mer stegvis och priserna jämnas ut när tekniken används av de mest envisa eftersläparna.



**Detta var mönstret när ångfartyg ersatte segelfartyg**, när bilar ersatte hästar, när stål ersatte järn, när el ersatte valolja samt när datorer ersatte bokstäver, böcker och telefoner. Det har också varit mönstret för förnybara energikällor sedan toppen av kärnkraften på 1980-talet.

**Under trettio år sjönk kostnaden** för sol- och vindkraft tills den nådde kostnadsparitet med fossila bränslen under 2010-talet. Investeringar fram till nu har antingen varit tvungna att subventioneras eller möta en högre kostnad för att använda dem. Så är alltså inte längre fallet utan det är nu bara en fråga om att öka utbudet med infrastrukturinvesteringar och driva priser lägre allteftersom tekniken utvecklas.

**Till en början kommer expansionen att se långsam ut** när basen är liten (låg investeringsvolym). Men på grund av processens exponentiella karaktär kommer vi att se en ström av ny kapacitet de kommande decennierna. Men även om vi kunde producera så mycket ren el som vi vill, finns det fortfarande många delar av ekonomin som saknar teknik för att ersätta fossila bränslen med el. Sektorer som transport, gruvarbete, tillverkning och konstruktion slutförde aldrig den första elektrifieringsvågen för hundra år sedan och det går inte bara att ersätta dieselmotorn med elkraft. Vi klarar oss inte heller utan dem, eftersom de kommer

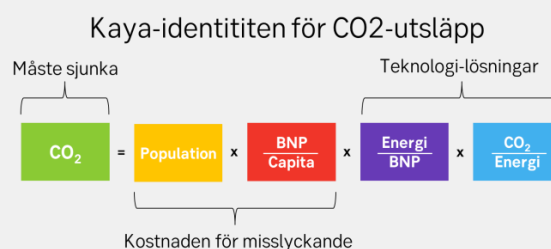
att spela en nyckelroll i byggandet av den nya infrastrukturen.

**Innovation är nödvändig för att göra en hållbar omställning** mot elektrifiering och marknaderna kommer lösa detta. Problemet är att det går för långsamt. Om vi fortsätter att följa samma mönster som tidigare teknologirevolutioner kommer vi inte att nå i mål förrän på 2070-talet; ett kvarts århundrade för sent ur ett klimatperspektiv. Vi måste förvandla 30-30-30 modellen till en 30-15-15 modell om vi vill uppfylla kraven i Parisavtalet.

**Så hur påskyndas en "revolution"?** Det finns en lätt och en svår del. Den enkla delen är att utöka den grundläggande infrastrukturen, eftersom den bara kräver kapital: tekniken är redan konkurrenskraftig ur ett kostnadsperspektiv. Det kommer dock att kräva mycket kapital, eftersom den nuvarande investerings-takten i förnybara energikällor bara ökar kapaciteten i en utsträckning som täcker cirka 25 procent av den årliga ökningen av energiförbrukningen.

**Den svårare delen handlar om att finansiera** utvecklingen av ny sekundär teknik som kanske inte ger ekonomisk (eller klimatmässig) avkastning under ytterligare 5-10 år. Den här typen av innovation sker vanligtvis "på fabriksgolvet", men hur stimulerar man företag att göra det? Det är här tillsynsmyndigheterna kan hjälpa investerare med information om hur kapital kan allokeras. EU:s taxonomi är alltså i huvudsak en plan för de som vill finansiera övergången inom sek med höga utsläpp. Det kommer att finnas fler vägar, även genom banker och andra aktörer, och de kommer i slutändan att se till att företag som gör rätt saker ur samhällets perspektiv belönas med högre marknadsvärde först och starkare konkurrenskraft senare.

**Om regeringar, tillsynsmyndigheter, företag och investerare kan mobiliseras** skulle en teknisk lösning enligt vår uppfattning kunna nås innan tiden går ut, vilket gör att vi båda kan dämpa temperaturökningen OCH höja levnadsstandarden över hela världen under de kommande 30 åren med tekniker som både förbättrar energieffektiviteten (eftersom elmotorer är mer effektiva) och minskar energins CO<sub>2</sub>-intensitet (med sol och vind).



**Alternativet är inte muntert.** Om inte incitamenten för att påskynda de tekniska lösningarna stärks får vi en framtid med inslag av ett malthusiskt scenario med lägre levnadsstandard och fallande befolkning. Det finns således all anledning att i så hög grad som möjligt försöka styra in på en väg med schumpeterianska teknologilösningar. Vi publicerar snart en större rapport om grön omställning på vår hemsida för Green bonds (länk [här](#)).

# Norden

Svensk tillväxt har tappat mark jämfört med övriga Norden, men en gradvis återhämtning för konsumtion och bostadsbyggande bidrar till en uppväxling 2021. Omsvängning för oljeinvesteringarna innebär att norsk ekonomi växlar ner mot trend. Också i Danmark och Finland mattas BNP-tillväxten trots att något bättre globala utsikter ger hela den handelsberoende regionen stöd. Hushållens konsumtion blir en viktig drivkraft på de flesta håll även om dämpad framtidstro gör att sparandet ökar. Styrräntan lämnas oförändrad i samtliga länder.

## Sverige

# 0,00%

Hit men inte längre. Trots stigande arbetslöshet, låg tillväxt och inflation under målet höjde Riksbanken till noll. Men nu dröjer det innan det händer något på styrräntefronten.

Sida 39

## Norge

# 1,8%

BNP-tillväxten för fastlandsekonomin faller ner mot trend och blir 1,8 procent 2021. Trots nedväxlingen är det den snabbaste tillväxttakten i Norden.

Sida 44

## Danmark

# 1,7%

Hushållens konsumtion ökar i god takt och fortsätter att vara den huvudsakliga drivkraften för tillväxten, trots att konsumentförtroendet fallit tillbaka.

Sida 46

## Finland

# -1%

Det offentligfinansiella underskottet som andel av BNP ökar framöver när finanspolitiken blir lite mer expansiv. Skulden ligger ändå kvar under 60 procent av BNP.

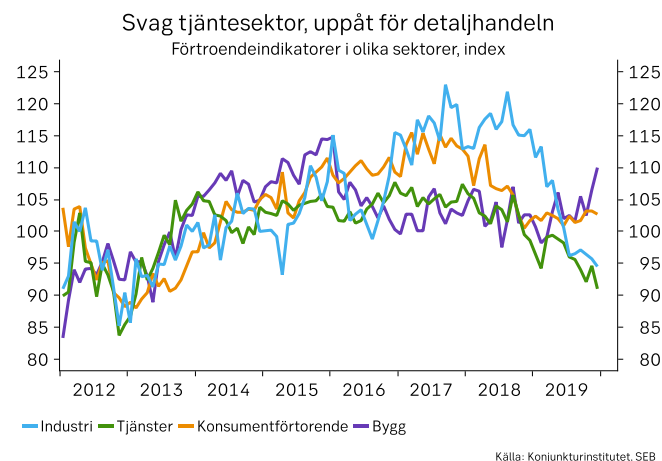
Sida 47



## Sverige

# Tillväxt under trend – stigande arbetslöshet

Trots vissa tecken på stabilisering tyder sentimentindikatorer på svag eller t o m fallande BNP i slutet av 2019 och början av 2020. En återhämtning för hushållens konsumtion och vändning för bostadsbyggandet talar dock för att BNP fortsätter växa under 2020. Utsikterna är goda för att Sverige kan följa med när den internationella konjunkturen stärks 2021. Fortsatt stark befolkningstillväxt bidrar till att arbetslösheten också fortsätter att stiga under det närmaste året.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,2	1,1	1,1	1,7
Arbetslöshet*	6,3	6,8	7,3	7,4
Löner	2,5	2,5	2,6	3,0
KPIF	2,1	1,7	1,4	1,6
Offentligt saldo**	0,8	0,4	0,2	0,0
Offentlig bruttoskuld**	38,8	34,8	33,9	32,8
Reporänta***	-0,25	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,15	10,51	10,10	10,00

\* Procent \*\* Procent av BNP \*\*\* Vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

## Risk för fallande BNP i slutet av 2019

Sentimentsindikatorer har fortsatt nedåt de senaste månaderna även om det finns vissa tecken på stabilisering. Svagheten är tydligast för industrin medan inhemska sektorer visar tecken på en viss återhämtning; tydligast för detaljhandeln och byggsektorn. Framstegen i handelsförhandlingarna mellan USA och Kina talar för att industrisentimentet vänder uppåt de närmaste månaderna. Detta bidrar till att BNP-prognosen för 2020 justerats ned endast marginellt till 1,1 procent (1,2 procent i november). För 2021 är prognosen om en BNP-tillväxt på 1,7 procent oförändrad.

## Nedåtrisker på kort sikt; potential på uppsidan på längre sikt.

Inköpschefsindex (PMI) för både industrin och tjänstesektorn indikerar nedåtrisker för tillväxten på kort sikt. Inkommande data antyder att BNP föll under fjärde kvartalet 2019. På lite längre sikt finns dock potential på uppsidan. Relativt hög arbetslöshet och minskande bristtal innebär att utbudsrestriktioner är mer avlägsna än i jämförbara länder. Underliggande förutsättningar gynnar efterfrågan i ekonomin med bl a en fortsatt svag valuta. Inflationen förblir låg och efter höjningen i december räknar vi med en oförändrad reporänta på noll procent under hela prognosperioden. Därtill ger starka statsfinanser utrymme för ökade finanspolitiska stimulanser. Mycket talar för att höjda statsbidrag till kommunerna finns med redan i vårbudgeten i april i ett försök att dämpa uppgången i arbetslöshet och minska hushållens oro för kvalitetsförsämringar i den offentliga servicen. En stram tolkning av det finanspolitiska ramverket samt de låsningar som 73-punktsprogrammet i regeringens budgetsamverkan med Centern och Liberalerna verkar dock generellt tillbakahållande.

## Tydlig försvagning för industrikonjunkturen

Svensk industri uppvisade länge motståndskraft gentemot svagare omvärldskonjunktur, framför allt i Tyskland. I september föll PMI-indikatorn rejält och trots en mindre återhämtning ligger nivån nu klart under tillväxtgränsen 50. Hårddata visar också tecken på att sakta in men nedgångarna för både industriproduktion och varuexport är än så länge måttliga. Nedgången är störst för basindustri-sektorer som skogs- och metallindustrin men även maskinindustrin tappar mark. Däremot står konsumtionsvaruindustrin än så länge emot med fortsatt optimism för t ex läkemedel. Något oväntat fortsätter även bilindustrin att visa styrka, även om den tidigare imponerande ökningstakten i produktionen har mattats betydligt. Tendenser till återhämtning för den internationella industrikonjunkturen talar för att den generella nedgången för svensk industri blir kortvarig. Redan andra kvartalet 2020 räknar vi med att exporten börjar växa igen och att uppgången därefter gradvis accelererar. Stigande tjänsteexport bidrar också till att den totala exporten som årsgenomsnitt fortsätter att vara positiv. Som årsgenomsnitt mattas dock exporttillväxten från nära 4 procent 2019 till 1 respektive 2½ procent 2020-2021.

**Lägre maskininvesteringar men bostäderna nära vändning.** Svagare industrikonjunktur manifesteras i att maskininvesteringarna vänt nedåt efter några år med stark expansion. Fortsatt produktionsavmattning talar för att nedgången fortsätter de närmaste 12-18 månaderna. Bostadsinvesteringarna vände nedåt redan i mitten av 2017 och vid halvårsskiftet 2019 hade nivån fallit med drygt 10 procent. Därefter har en svag återhämtning skett främst beroende på en uppgång i den volatila reparationsverksamheten. Nybyggnationen visar dock också tecken på stabilisering och antalet påbörjade bostäder har nu nästan planat ut. Under slutet av 2020 räknar vi med en försiktig uppgång för påbörjandet av bostäder, vilket leder till svagt stigande bostadsinvesteringar under 2021. En stark uppgång för offentliga investeringar har hållit uppe de totala

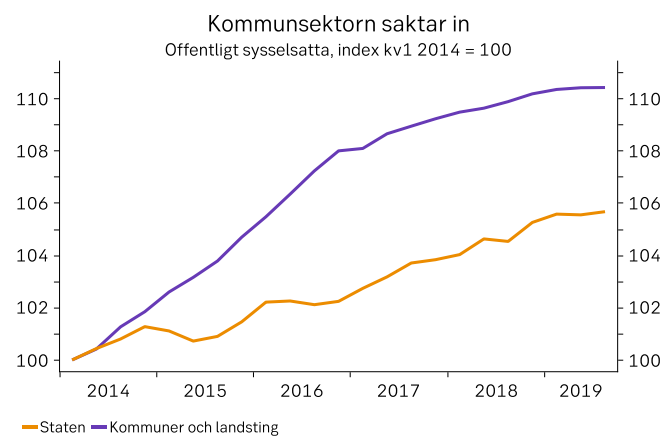
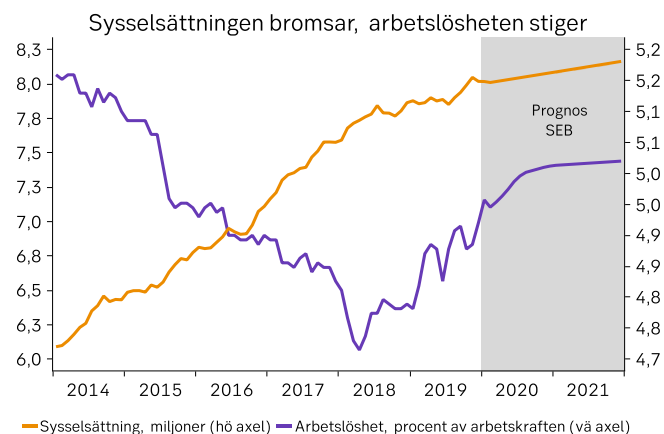
investeringarna. Hög efterfrågan på vård och skola talar för att uppgången fortsätter de närmaste åren, om än i något långsammare takt. Detta bidrar till att nedgången i totala investeringar stannar vid 2,0 respektive 1,0 procent 2019-2020 för att sedan stiga med 2 procent 2021. Svagare kommunala finanser är en nedåtrisk för prognosen.

### Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Real disponibel inkomst	2,7	2,0	2,5	1,9
Privat konsumtion	1,7	0,9	1,3	1,7
Sparkvot	15,4	15,8	16,0	16,0

Källa: SCB, SEB



### Återhämtning för hushållens konsumtion

Hushållens konsumtion påbörjade en svagt fallande trend i mitten på 2018. Ändrade skatteregler för bilar (bonus-malus) förklarar en del av nedgången men även annan konsumtion har varit svag. Framöver är utsikterna blandade. Inkomsterna fortsätter växa i god takt drivet av stigande sysselsättning, högre reallöner och i viss mån sänkta skatter. Sparandet är rekordhög och tillgångspriserna ökar; t ex är bostadspriserna i stort sett tillbaka på toppnivån 2017. Bostadspriserna vände gradvis uppåt i början av 2018 och det senaste halvåret har uppgången accelererat. Statistik, t ex SEB:s Boprisindikator, tyder på att uppgången fortsätter under även om något högre boräntor och stigande arbetslöshet talar för att ökningstakten avtar något. Vi räknar med en prisuppgång på totalt 5-7 procent fram till slutet av 2021.

**Vacklande hushållsförtroende.** I den negativa vågskålen finns en tydligt svagare arbetsmarknad, vilket återspeglas i att hushållsförtroendet fallit till den lägsta nivån sedan 2013. Det är dock främst den allmänna ekonomiska situationen som oroar, medan förtroendet för den egna ekonomin har återhämtat sig och ligger relativt högt. Med undantag för perioder med recession och brant fallande sysselsättning är det ovanligt med konsumtionsfall. Konsumtionen vände också upp från och med andra kvartalet och har stärkts under andra halvan av 2019. Vi räknar med en gradvis uppgång det närmaste året. Att bilregistreringarna nu är tillbaka på de höga nivåer som rådde före nedgången i mitten av förra året stöder denna bedömning. Ytterligare förändringar i bonus-malus systemet i början av 2020 gör utvecklingen svårtolkad och orsakade bl a en ny "spik" i december 2019.

**Offentlig sektorns expansion mattas.** Den offentliga konsumtionen har bara stigit svagt under de senaste åren. Som tidigare poängterats beror detta på att produktiviteten i offentlig sektor faller brant sedan några år i huvudsak på grund av ändrade mätmetoder. Sysselsättning speglar bättre den offentliga sektorns effekt på efterfrågan och den har stigit kraftigt under lång tid. Under de senaste 1-2 åren har dock uppgången gradvis saktat in och sysselsättningen växer nu bara svagt, vilket delvis förklaras av att ett växande antal kommuner fått en mer pressad finansiell situation. Stark efterfrågan på offentliga tjänster i kombination med vår prognos på ökade statsbidrag talar för att sysselsättningsuppgången accelererar igen. Ökningstakten blir dock betydligt svagare jämfört med de senaste årens starka expansion.

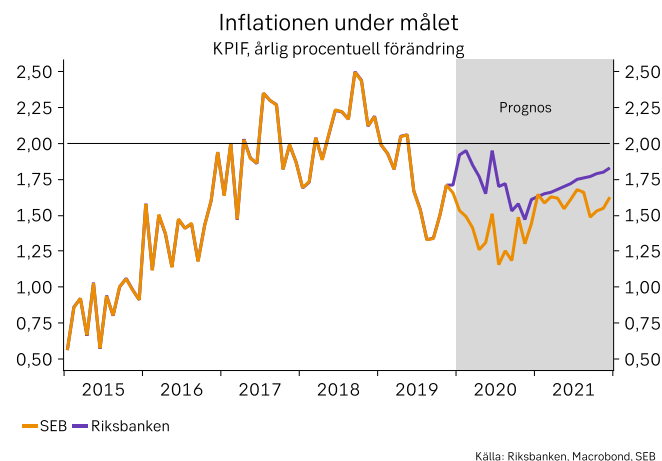
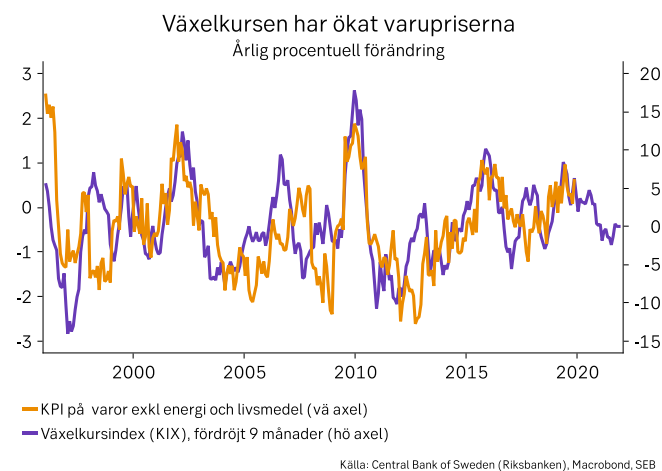
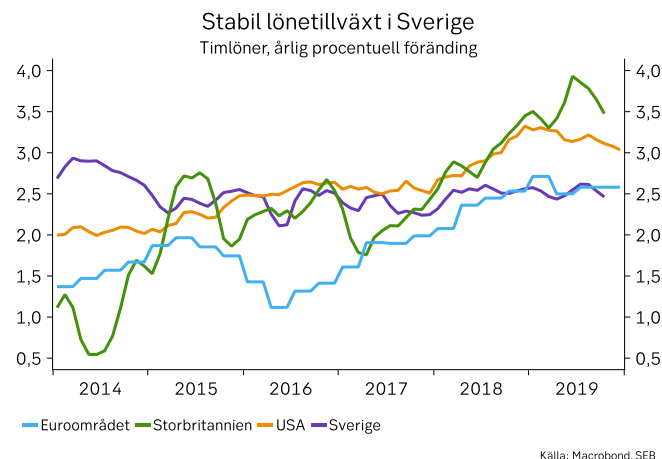
### Dämpad sysselsättning och högre arbetslöshet

Även om den branta uppgången i arbetslösheten som först rapporterades för perioden juli-september visade sig vara felaktig är det tydligt att arbetsmarknaden kylts av ordentligt. Sysselsättningen fortsätter visserligen att öka men inte i tillräcklig takt för att matcha ett stigande utbud i spåren av såväl stigande förvärvsfrekvens som snabb befolkningsökning. Sedan början av 2019 har arbetslösheten stigit med drygt en halv procentenhet och mycket talar för att de negativa trenderna fortsätter det närmaste året. Indikatorer har visat en blandad utveckling med en viss återhämtning i näringslivets anställningsplaner medan antalet nyanmälda platser hos Arbetsförmedlingen fortsatt nedåt. Vår prognos är därför att sysselsättningen växer med knappt en halv procent under 2020. Förvärvsfrekvensen väntas nu plana ut på en hög nivå men ökad befolkning i spåren av fortsatt hög invandring, gör att arbetslösheten stiger till 7,4 procent i slutet 2020 för att sedan plana ut på denna höga nivå under 2021. Att svensk arbetslöshet avviker på ett negativt sätt från mönstret i andra jämförbara länder beror främst på den snabba befolkningstillväxten.



## Svenska löner sticker ut

Den svalare arbetsmarknaden bekräftas av att Riksbankens resursutnyttjandeindikator fallit brant sedan slutet av förra året och är nu nästan nere på sitt historiska genomsnitt. Sannolikt fortsätter nedgången under 2020, vilket påverkar lönebildningen. Att samordningen inom LO misslyckats, där Kommunal och Pappers går fram med egna krav, tyder på att kommande avtalsrörelsen blir lite stökigare än vanligt. Facken inom industrins utgångskrav på 3,0 procent är också lite högre än förra gången. Detta i kombination med något högre löneökningar i omvärlden gör att vi fortfarande tror att avtalen hamnar lite högre än de 2,2 procent per år som avtalsrörelsen 2017 landade i.



**Löneökningstakten jämn in ett internationellt perspektiv.** Även om inflationsförväntningarna sjunkit den senaste tiden ligger de fortfarande något högre än de gjorde 2017. Svenska löner har stigit i en jämn takt på ca 2,5 procent de senaste fyra åren vilket avviker från mönstret i de flesta europeiska länder och i USA där löneökningstakten visat en stigande trend även om nivåerna fortfarande är måttliga. Löneavtal på relativt låga och stabila nivåer är en orsak, men troligtvis bidrar även de jämfört med omvärlden mycket liberala reglerna för arbetskraftsinvandring (också för personer med låg utbildning) till att pressa ned löneökningarna utöver avtal. Svag arbetsmarknad talar för att denna utveckling fortsätter och vi räknar med att totala löner accelererar måttligt till 2,6 procent 2020 och 3,0 procent 2021.

**Inflationen under målet trots svag krona.** Efter att ha legat nära och tidvis över 2-procentsmålet sedan början av 2017 föll KPIF-inflationen tillbaka under större delen av 2019. Energipriser bidrog starkt till den tidigare högre inflationstakten och förklarar även en del av rekylerna uppåt i slutet av 2019. Det närmaste halvåret kommer istället fallande elpriser till följd av ovanligt mild vinterväder att pressa tillbaka KPIF-inflationen ner mot 1 procent. Sänkta nätavgifter för el bidrar också till denna utveckling. Kärninflationsmättet KPIF exkl. energi har generellt legat lägre än KPIF och saknat tydlig trend. Under vissa perioder har valutaeffekter bidragit till att KPIF exkl. energi närmast sig två procent. Under sommaren nådde t ex KPIF exkl. energi 1,9 procent och efter en viss nedgång var nivån tillbaka på 1,7 procent i december. Fortsatt uppåttryck från svag växelkurs gör att KPIF exkl. energi ligger kvar strax under 2 procent de närmaste månaderna, men förväntas därefter falla tillbaka mot 1,5 procent.

**Varaktigt svag krona ger större inflationsimpuls?** I en fördjupningsruta i *Nordic Outlook September 2019* drog vi dock slutsatsen att valutagenomslaget på inflationen hittills varit i linje med det historiska mönstret och det finns i nuläget inte några tecken på latent "ketchup-effekter" från växelkursen. Vi har dock samtidigt lyft risken för att den trendmässiga försvagningen av kronan kan leda till större inflationsimpuls jämfört med episoder med motsvarande depreciering i en mer volatil valutamiljö. Att växelkursen nu stärkts något minskar dock denna upptrisk. Låga internationella priser och måttliga löneökningar bidrar dessutom till att hålla tillbaka inflationen. KPIF-inflationen väntas därför ligga kvar klart under målet under hela prognosperioden.

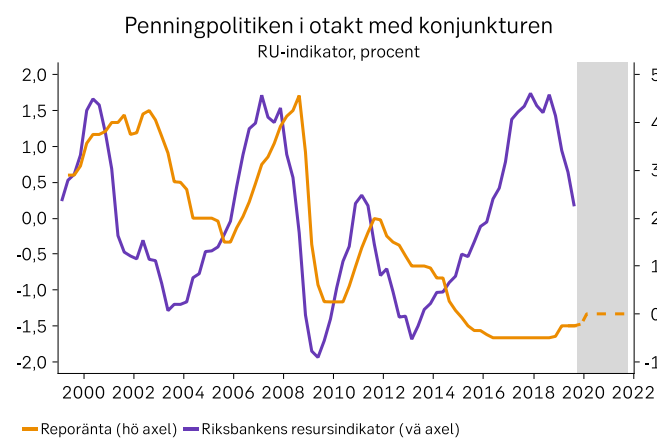
## Lång räntepaus på noll

Efter att en splittrad riksbanksdirektion enligt plan höjt räntan till noll procent i december signalerar nu de fyra ledamöter som röstade för höjningen oförändrad ränta till mitten av 2022. I protokollet från decembermötet betonades att penningpolitiken framöver kommer att vara beroende av utvecklingen för konjunktur och inflation, vilket vi tolkar som en signal om neutral bias inför nästa penningpolitiska åtgärd. Flera ledamöter, bl a Stefan Ingves, framhöll att Riksbanken nu bör kunna acceptera att inflationsmålet överskrids. Detta tyder på att det kommer krävas mycket stora överraskningar på uppsidan för inflationen för att räntan ska höjas under de närmaste två åren. Att direktionen höjde räntan trots stigande arbetslöshet, och med såväl faktisk inflation som inflationsförväntningar under målet, innebär samtidigt ett stort avsteg från de senaste årens hårda kamp för att få upp inflationen. För att direktionen ska reversera en sådan stark kursomläggning och återinföra minusränta krävs det med stor sannolikhet betydande överraskningar på nedsidan för både inflation och tillväxt. Således talar mycket för att det blir en långvarig paus för reporäntan vid nollan.

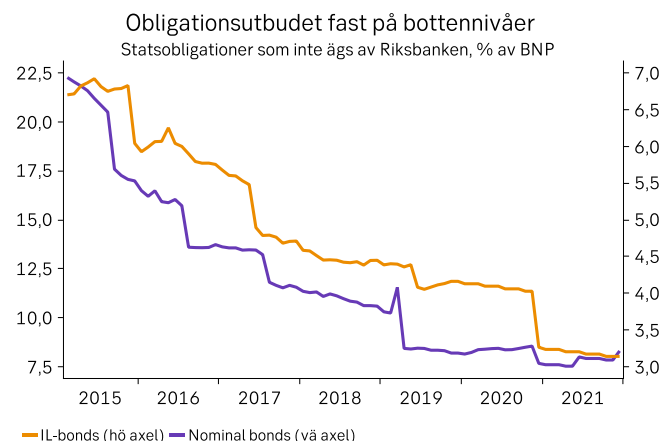
**Outtalad ambition att komma ifrån minusräntan.** Även om direktionen undvikit att explicit visa korten är det svårt att inte tro att Riksbanken ser ett egenvärde i att få upp reporäntan till noll. Man verkar onekligen ha påverkats av kritiken avseende nackdelarna med minusräntan; speciellt avseende trenden mot en allt svagare krona. Möjligtvis kan utvecklingen på bostadsmarknaden med förnyat uppåttryck på priser också påverka.

# 0,00%

"Noll är ingen hög ränta". Stefan Ingves efter beslutet i december.



Källa: Riksbanken, SEB



Källa: Macrobond, SEB

**Högre sannolikhet för stimulans än normalisering.** Att vår inflationsprognos är tydligt lägre än Riksbankens gör att vi ändå landar i slutsatsen att sannolikheten för en penningpolitisk stimulans är högre än nya steg mot normalisering. Riksbankschefen har antytt att utökade tillgångsköp ligger närmare till hands än räntesänkningar om nya stimulanser skulle bli aktuellt. Även om det i nuläget är svårt att hitta lämpliga statsobligationer att köpa kan situationen ändras om en djupare konjunktur nedgång skulle öka statens lånebehov. Om huspriser och hushållsutlåning vänder nedåt kan det också öka sannolikheten för köp av bostadsobligationer. Men den allmänna materialbristen talar ändå för att det behövs stora nedåtövertäckningar för inflationen för att Riksbanken ska stimulera mer. Man bör också notera att flera direktionsledamöter indikerat att finanspolitiken bör spela en viktigare roll om konjunkturen förblir svag. Vi räknar dock med att återinvesteringarna fortsätter under 2021 efter att det nuvarande programmet löper ut i december i år.

**Skillnaden mellan svensk och tysk 10-årig statsränta** steg med 15-20 räntepunkter mot slutet av 2018 i samband med Riksbankens första räntehöjning till -0,25 procent. Trots att Riksbanken höjt med ytterligare 25 punkter, och att ECB samtidigt sänkt räntan och återupptagit sina obligationsköp, har räntedifferensen därefter rört sig i ett ganska snävt intervall på 25-40 punkter. Ett fortsatt lågt utbud av statsobligationer är antagligen den viktigaste förklaringen där Riksbanken köpt upp i princip alla obligationer som Riksgälden emitterat. I år planerar dock Riksgälden att öka emissionsvolymerna från 30 till 52 miljarder, vilket är mer än de 30 miljarder som Riksbanken planerar att köpa 2020. Det innebär att den obligationsstock som är tillgänglig för andra aktörer ökar något. Detta talar för att räntedifferensen mot Tyskland kommer att öka något till 55 punkter under det närmaste året. Problemen med materialbrist kommer dock att bestå och obligationsstocken exklusive Riksbankens innehav väntas sjunka till en ny rekordlåg nivå mot slutet av 2020 på grund av ett stort förfall. Vi ser dessutom vissa risker för ännu lägre obligationsutbud då vi tror att Riksgäldens prognos för statsfinanserna är alltför pessimistisk.

**Försiktig kronförstärkning.** Riksbankens höjning till 0 procent i december tog bort ytterligare en faktor som tyngt kronan under de senaste åren. Kronan följde under 2019 annars främst utvecklingen för flera andra mindre valutor vilket hängde samman med svag global tillväxt och politiska risker. Kronan är långsiktigt undervärderad med en långsiktig jämviktskurs mot euron på ungefär 9,75. Efter att effekterna av Riksbankens höjningar klingat av är det dock svårt att hitta någon drivkraft för en snabb kronförstärkning. En något mer positiv omvärldsmiljö talar ändå för att kronan kommer fortsätta stärkas och vi räknar med att EUR/SEK faller till 10,10 till slutet av 2020. Tillbaka under 10,00 är kronan dock först i slutet av prognosperioden. Prognosen för EUR/SEK 10,00 i slutet av 2021.

## Måttligt expansiv finanspolitik

De offentliga finanserna är fortsatt starka i ett historiskt och internationellt perspektiv. 2019 var det fjärde i rad med överskott, vilket tillsammans med hyfsad BNP-tillväxt pressat ner den offentliga skulden till nära 35 procent av BNP. Hittills har inte den ekonomiska inbromsningen satt så tydliga spår eftersom skatteinkomsterna fortsatt att utvecklas relativt starkt. Framöver kommer svag tillväxt och långsamare uppgång i sysselsättning att pressa stat och kommunerna de kommande åren. Det offentliga sparandet väntas fall ned mot 0 år 2021 men detta är ändå tillräckligt för att den offentliga skulden ska fortsätta att sjunka under skuldankaret på 35 procent av BNP.

## Manöverutrymmet utnyttjas inte när saldomålet styr finanspolitiken trots att den offentliga skulden faller under ankaret på 35 procent av BNP

### Offentliga finanser

Procent av BNP

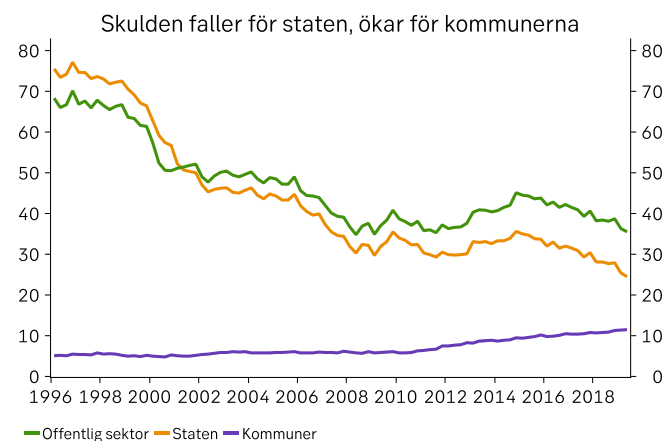
	2018	2019	2020	2021
Offentligt saldo	0,8	0,4	0,2	0,0
Offentlig bruttoskuld	38,8	34,8	33,9	32,8
Lånebehov	-80	-112	-9	-5

Källa: SCB, Riksgäldskontoret, SEB

**Försiktig finanspolitik trots stort manöverutrymme.** Som diskuteras i temaartikeln Finanspolitik (sid. 13) finns starka argument för en mer expansiv finanspolitik i Sverige i ett läge med starka offentliga finanser och stigande arbetslöshet. Tolkningen av det finanspolitiska ramverket kommer dock att spela en avgörande roll för politikens utformning. I och med att skuldankaret på 35 procent av BNP nu är på väg att underskridas är en målkonflikt under uppseglning men det mesta tyder på att det stramare saldomålet (ett överskott på 0,33 procent av BNP över en konjunkturcykel) kommer att tillmätas större vikt än skuldnivån och därmed leda till en relativt försiktig finanspolitik.

**Expansiva finanspolitiken fortsätter.** Vår bedömning att finanspolitikens expansionsdos motsvarar ca 0,5 procent av BNP både 2020 och 2021 vilket alltså innebär att skuldkvoten fortsätter ned under 35 procent av BNP. I väntan på höstens budgetförslag kommer kommunal verksamhet att vara i fokus. Pressen på kommunerna är fortsatt drivet av bl a demografi och fortsatt hög invandring. Kommunsektorn är dessutom en viktig aktör när det gäller bostadsbyggandet avseende både infrastruktur i samband med nybyggande och de kommunala bostadsbolagens byggande av hyresrätter. Vi tror därför att kommunerna redan i vårbudgeten blir lovade minst 5 miljarder kronor.

**Budgetsamarbetet ger stabilitet men också låsningar.** Trots stora påfrestningar ser budgetsamarbetet ut att hålla mellan den rödgröna regeringen, Centern och Liberalerna. Så länge som de liberala partierna får igenom många av sina hjärtefrågor lär man inte bryta samarbetet även om det innehåller många obekväma inslag som sätter avtryck i dåliga opinionssiffror. Vänsterpartiets och den konservativa oppositionens gemensamma hot att genom misstroendevotum avsätta arbetsmarknadsministern om inte regeringen ändrade sina planer avseende reformeringen av Arbetsförmedlingen accentuerade dock det ömtåliga parlamentariska läget. Även framöver kommer 73-punktsprogrammet att ha en central roll och det blir svårt att komma överens om avvikelser. Sannolikt innebär detta en mindre expansiv politik än vad såväl en höger- som vänsterregering skulle leverera. Det politiska priset för detta är nog högst för Socialdemokraterna som stadigt tappar väljare till Vänsterpartiet och framför allt till Sverigedemokraterna.



# Norge

## Ekonomi har passerat toppen

Tillväxten i fastlandsekonomin ser ut att ha toppat under hösten 2019. Senaste data har bekräftat signalerna om en viss nedgång i sentimentsindikatorer. Fallande investeringar kommer att dämpa aktiviteten i olje- och gasrelaterad industri och export och tillväxten i fastlands-BNP saktar av till en mer trendliknande takt. En svag NOK får inflationen att stiga över målet under 2020 men avtagande risker från finansiell stabilitet gör att Norges Bank ligger still på 1,50 procent.

### Avmattningen syns i ekonomiska data

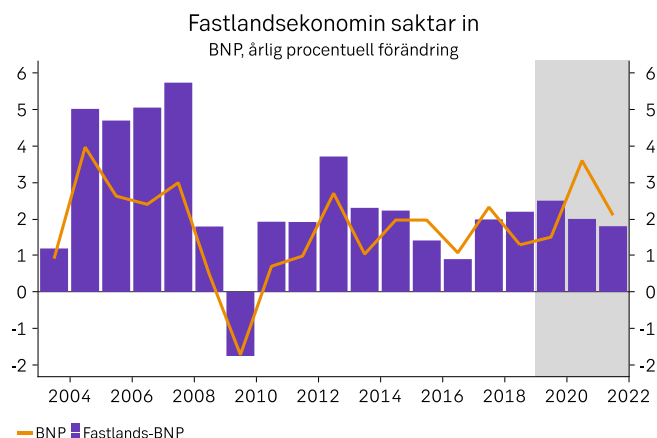
Tillväxten i fastlands-ekonomi (exklusive olja, gas och sjöfart) accelererade ifjol. Vår helårsprognos om 2,5 procent är väl över trend (nationalräkenskaper för fjärde kvartalet publiceras 7 februari). Fastlands-BNP ser dock ut att ha toppat under tredje kvartalet att döma av månadsvisa BNP-data som visar en tydlig avmattning mellan kvartal tre och fyra i fjol. Detta är i linje med olika sentimentsindikatorer som visat på lägre aktivitet i början av 2020. Avmattningen är kopplad till minskad oljerelaterad efterfråga då sektorn står inför en markant dämpning av investeringsaktiviteten. Vi håller fast vid vår förväntan om att tillväxten i fastlands-ekonomi går ner till en mer trendliknande takt under de kommande åren; avmattningen ser dock ut att ha kommit något tidigare än väntat. Förbättrad tillväxt bland handelspartners och en återhämtning för privat konsumtion bör förhindra en större nedgång. Vi prognostiserar en tillväxt i fastlands-BNP på 2,0 respektive 1,8 procent under 2020 och 2021. Total BNP väntas växa med 3,6 procent under 2020, med stöd av ökad export av olja och gas, för att sedan avta till 2,1 procent 2021.

### Avtagande efterfrågan från oljesektorn

Efter att ha ökat med hela 31 procent från en cyklisk botten i början av 2018 till tredje kvartalet 2019 ser oljeinvesteringarna ut att avta markant under de kommande åren. Flera större projekt på den norska kontinentalsockeln kommer att vara avslutade och efterföljande projekt är för små för att fullt ut kompensera för detta bortfall. Statistiska Sentralbyråns (SSB:s) enkät över planerade investeringar visar att operatörerna lyft sina investeringsplaner för 2020 på grund av senareläggning av vissa projekt som ursprungligen hade schemalagts för 2019. Vi har reviderat upp vår prognos för i år och väntar oss att oljeinvesteringarna ökar med 4,0 procent, men ser en nedgång på 3,5 procent för 2021. Lägre oljeinvesteringar kommer att dämpa oljerelaterad industri och export. Aktiviteten i industrin visar redan tecken på att sakta av, i linje med vad som indikerats i Konjunkturbarometern. Att industri-PMI återhämtade sig i slutet av 2019 gör det mindre troligt med en kraftig nedgång i denna sektor. Men investeringarna kommer sannolikt att mattas av efter flera år med kraftig investeringstillväxt. Vi väntar oss att företagens investeringar växer med 0,8 procent i år och är oförändrade under 2021. Sammantaget bör fastlandsinvesteringarna ge ett svagt positivt bidrag till BNP. Tecken på stabilisering av tillväxten i viktiga handelspartners i kombination med svag krona bör hålla uppe norsk exportefterfrågan. Exporten av traditionella varor väntas växa med 3,2 procent i år och resultera i ett svagt positivt bidrag från utrikeshandeln.

### Fortsatt försiktiga hushåll

Finanspolitisk stimulans och stark sysselsättningstillväxt har gett stöd för hushållens disponibelinkomster, men konsumenterna har likväl varit fortsatt försiktiga. Privat konsumtion har mattats av under de senaste två åren, till följd av stagnerande inhemsk konsumtion av varor. De räntekänsliga bilköpen har trendat neråt. Ökad klimatmedvetenhet, i kombination med införandet av ett centralt register över hushållens skulder, kan vara en förklaring till svagare efterfrågan på sällanköpsvaror. Sparkvoten, exklusive utdelningar, steg således till 4,1 procent under tredje kvartalet efter att ha varit negativ året innan. Vi väntar oss att sparkvoten ökar ytterligare något i takt med att sysselsättning och nominella löneökningar mattas av något framöver. Tillfälliga faktorer bidrar till att vi reviderar ned prognosen för privat konsumtion i år till 2,0 procent men för 2021 förväntas en återhämtning till 2,3 procent.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

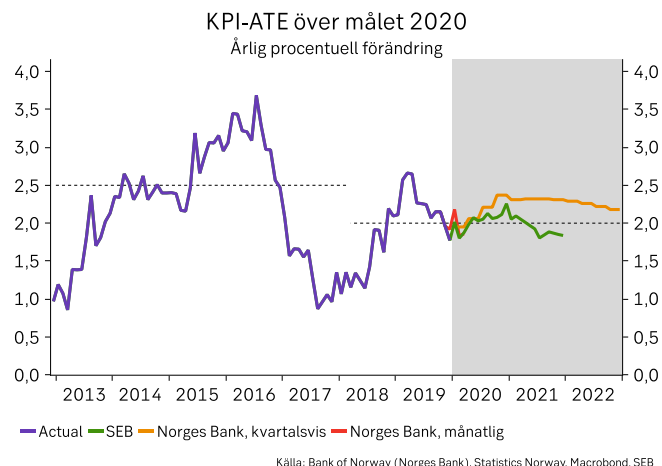
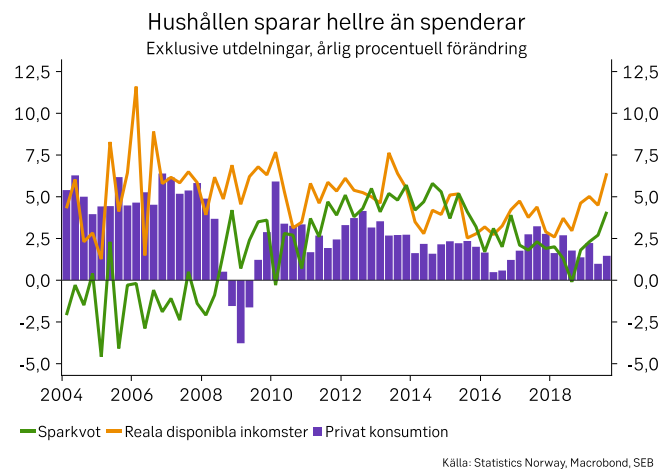
	2018	2019	2020	2021
BNP	1.3	1.5	3.6	2.1
Fastlands-BNP	2.2	2.5	2.0	1.8
AKU-arbetslöshet*	3.9	3.7	3.7	3.8
Årliga löneökningar	2.8	3.4	3.3	3.3
KPI-ATE-inflation	1.5	2.2	2.0	1.9
Styrränta*	0.75	1.50	1.50	1.50
EUR/NOK***	9.90	9.84	9.90	9.70

\*Procent \*\* Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

## Arbetslösheten är på väg att bottna ur

De senaste trenderna på arbetsmarknaden skiljer sig mellan olika mått. Arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) var 3,8 procent i oktober, upp 0,5 procentenheter jämfört med 6 månader tidigare. Registrerad arbetslöshet var däremot stabil på 2,2 procent, 2,7 inklusive personer i åtgärder, under samma period. Sådana skillnader är inte ovanliga, eftersom enkätbaserade AKU-data är mycket volatila ibland. Sysselsättningstillväxten har förblivit robust: 1,7 procent i årsförändring under kvartal tre. Trots stark sysselsättningstillväxt på senare år är utbudet av arbetskraft inte uttömt, vilket pekar mot en något lägre jämviktsarbetslöshet strax under 2,5 procent. Framöver kan tillväxten för både arbetskraften och sysselsättningen förväntas avta i linje med lägre tillväxt i

## Trots hushållsskulder på 230 procent av inkomsterna ser risken för att bygga upp nya finansiella obalanser ut att avta



ekonomin. Vi prognostiserar en relativt stabil AKU-arbetslöshet på nära 3,7 procent under 2020-2021. Prognosen för årliga löneökningar har sänkts något till 3,3 procent per år under perioden.

## Inflationen stiger över målet under 2020

Inflationen fortsatte nedåt i slutet av förra året och KPI-ATE (exklusive skatter och energi) låg under 2 procent för första gången på över ett år. Utsiktorna i närtid är blandade; vår bedömning är att KPI-ATE kommer att stiga över målet 2020. Svagare växelkurs är den främsta drivkraften och väntas lyfta inflationstakten med ett par tiondelar. Normaliserade matpriser väntas också bidra till högre inflation, även om denna del av prognosen är osäker givet svagheten i slutet av förra året. Matpriserna har stigit med i genomsnitt 2 procent under de senaste 5 åren och stigande priser i producentledet pekar mot att nedgången var tillfällig. Priserna på tjänster har accelererat till den högsta takten sedan 2010, drivet av högre löner plus tillfälliga bidrag från ovanligt stora prishöjningar för tele- och vårdtjänster. Baseeffekter från dessa ökningar och tidigare svag växelkurs indikerar att inflationen avtar under 2021 och att KPI-ATE-inflationen hamnar något under Norges Banks mål. Fallande elpriser på grund av den osedvanligt varma vintern begränsar KPI-inflationen till under 2 procent 2020.

## Minskade stabilitetsrisker lugnar Norges Bank

Priserna på befintliga bostäder steg 2,6 procent under 2019, en betydande uppgång från 0,7 procent 2018. Även om ökningstakten är måttlig i ett historiskt perspektiv är den ändå imponerande givet stigande boräntor och nära rekordstort utbud av befintliga bostäder. Både bostadsförsäljningen och antalet bostäder som ligger ute för försäljning har mattats av och bostadsmarknaden förefaller vara i balans. Vi prognostiserar måttliga prisökningar på nära 3 procent under både 2020 och 2021. Långsammare prisökningar, ett nytt centralt register över hushållens skulder och förlängda bolåneregleringar fram till december 2020 har bidragit till att försvaga tillväxten i hushållsutlåningen. Även om hushållens skuldsättning förblir hög, motsvarande 230 procent av disponibelinkomsterna, ser risken för att bygga upp nya finansiella obalanser ut att avta. Norges Bank levererade en fjärde räntehöjning till 1,50 procent i september ifjol och har hållit räntan oförändrad sedan dess. Även om banken reviderade upp sin räntebana marginellt i december och har behållit en bias på uppsidan är huvudbudskapet balanserat. Ribban för att både höja och sänka styrräntan är hög. Ökade omvärldsrisker, långsammare expansion i inhemsk ekonomi och minskad risk för finansiell stabilitet talar för att gå försiktigt fram. Positivt BNP-gap och inflation nära målet hindrar samtidigt Norges Bank från att indikera sänkningar. Vi väntar oss att styrräntan hålls oförändrad på 1,50 procent under hela perioden.

## Trendskifte i NOK bör ge stöd för NGB:s

Den norska kronan har återhämtat sig och gått bättre än alla andra G10-valutor sedan början av december. Även om detta delvis speglar säsongeffekter tror vi att ett trendskifte är på väg. En förväntansbild med avtagande oro för en fördjupad global nedgång kombinerat med relativt hög norsk ränta bör ge stöd för NOK. Kronan kommer att vara fortsatt känslig för bakslag i riskapiten, och låg likviditet förblir en utmaning. Vi prognostiserar en EUR/NOK-kurs på 9,90 i slutet av 2020 som faller till 9,70 i slutet av 2021. Den starkare kronan underbygger FX-relaterad efterfrågan på norska statsobligationer (NGB:s). Med räntespreadar på historiskt höga nivåer mot tyska motsvarigheter erbjuder NGB:s en attraktiv meravkastning. Vi prognostiserar en 10-årsspread mot Tyskland på 145 respektive 140 punkter i slutet av 2020 och 2021.

# Danmark

## Mild inbromsning

Dansk BNP-tillväxt ligger kvar över snittet för euroområdet och vi skriver upp vår 2020-prognos till 1,8 procent. Privat konsumtion får fortsatt stöd från stark sysselsättningstillväxt. Avtagande löneinflation tyder på att ekonomin har utrymme att växa över trend i flera år framåt. Tillfällig DKK-svaghet kan leda till en liten justering av styrräntan.

**Tillväxt över euro-snittet.** Dansk BNP-tillväxt fortsätter att överträffa euroområdet, med en kvartalsvis tillväxt på 0,4 procent under tredje kvartalet i fjol, 2,3 procent över samma period i fjol och med export och privat konsumtion som främsta drivkrafter. I november gjordes en stor revidering av historisk tillväxt, vilket resulterade i en ny profil för kvartals-BNP. Det är det främsta skälet till att vi nu höjer vår 2020-prognos från 1,6 till 1,8 procent. Helhetsbilden är en mild inbromsning mot 1,5 procent under 2021.

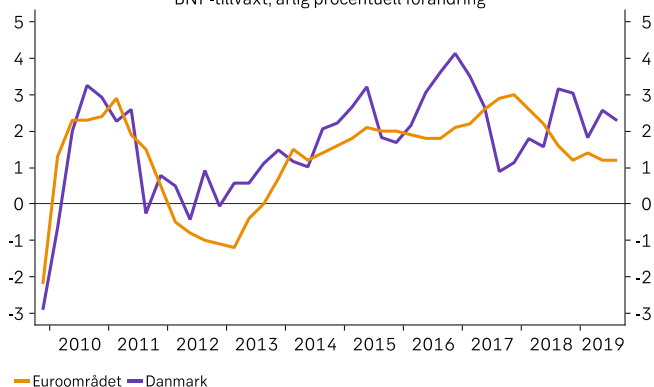
**Försiktiga konsumenter.** Privat konsumtion förblir den främsta drivkraften för dansk tillväxt, med stöd av stark sysselsättningstillväxt och en hög sparkvot. Konsumentförtroendet drog sig nedåt under hösten men tog sig i slutet av året med stöd av lägre bolåneräntor vilket också frigjorde likviditet för konsumenterna genom möjligheten att refinansiera till billigare lån. Jobbtillväxten har skiftat ner, men senaste data indikerar att den stabiliseras kring 1 procent, en alltjämt hyfsat stark takt i historisk jämförelse. Löneinflationen har saktat ner mot 2 procent men stigande sysselsättningsgrad talar för att den ökar på nytt under kommande år. Sammantaget tyder detta på att privat konsumtion fortsätter att understödja tillväxten i ekonomin.

**Dämpade investeringar.** Medan konsumtionen förblivit stark har investeringstillväxten mattats. Företagens investeringar hämmas av det relativt låga kapacitetsutnyttjandet, huvudsakligen till följd av svag efterfrågan på några av de främsta exportmarknaderna i Europa, även om exporten hämtat sig något efter ett svagt första halvår 2019. Nybyggnationerna har tappat fart efter att fastighetspriserna planade ut i början av 2019. Företagens investeringar väntas återhämta sig när efterfrågan på den europeiska exportmarknaden stabiliseras medan byggandet bör få visst stöd från stigande fastighetspriser. Investeringarna ser dock inte ut att bli någon dominerande drivkraft för ekonomin under kommande år.

**Ekonomin har utrymme att växa mer.** Trots ett halvt decennium med stark sysselsättningstillväxt syns egentligen ännu inga tecken på stram arbetsmarknad; sysselsättningsgraden bland befolkningen i aktiv ålder är kvar under lägstanivåerna från recessionen 2001 och löneinflationen har fallit till strax under 2 procent. Vi väntar oss att löneökningarna drar sig högre under prognosperioden men ser inga omedelbara risker för överhettning. Inflationen väntas stiga något men ligga kvar på historiskt låga nivåer. Danmarks överskott i bytesbalansen överstiger för första gången någonsin DKK 200 mdr, vilket indikerar att inhemsk efterfrågan bör kunna växa utan negativa konsekvenser. Att 2020-budgeten innefattar en måttlig finanspolitisk expansion bör därmed inte oroa marknaden.

**Svag DKK utlöser interventioner.** Danmarks Nationalbank (DNB) har intervenerat på valutamarknaden under de senaste månaderna för att stödja den danska kronkursen, som befinner sig i den svagare änden av DNB:s normala intervall. Två nyckelfaktorer ser ut att ligga bakom försvagningen. För det första kan DNB ha varit alltför djärva när man beslutade att följa efter ECB:s 10-punktersänkning av inlåningsräntan i september, givet att ECB samtidigt bytte till ett nytt räntestyrningssystem med flera räntenivåer. För det andra har danska banker nyligen infört negativ ränta på stora insättningar från hushåll, vilket i praktiken får samma effekter som en räntesänkning. Detta kan också orsaka tillfälliga utflöden av valuta när somliga sparare anpassar sig till det nya läget. Så här långt har interventionerna skett i måttlig skala och den allmänna uppfattningen förefaller vara att valutapressen är övergående och därför kan hanteras med dessa verktyg. Om DNB tvingas fortsätta med interventionerna under februari kan en liten förändring av styrräntan dock inte uteslutas.

Danmark växer snabbare än euroområdet  
BNP-tillväxt, årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Denmark, Eurostat, Macrobond, SEB

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2.4	2.1	1.8	1.5
KPI	0.8	0.8	1.1	1.4
Löner	2.2	2.0	2.5	2.8
Offentligt saldo*	0.6	2.0	0.5	0.5
Offentlig bruttoskuld*	34.3	33.5	33.0	32.2
Bytesbalans*	5.7	8.0	7.5	7.0
Styrränta (CD-ränta), procent	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR/DKK	7.47	7.46	7.46	7.46

\*Procent av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS

## Finland

# Motståndskraft men svagt Tyskland oroar

Tvärtemot flera viktiga handelspartners växlade den finska BNP-tillväxten upp under stora delar av 2019. Tjänsteexporten har varit stark och konsumtionen har vaknat till liv trots att hushållen deppar. Europeiska svagheter sänker företags-sentiment och investeringar och är en nedåtrisk. En något bättre global konjunktur bidrar dock till att BNP-tillväxten hålls uppe runt 1,5 procent 2020 och 2021.

**Sentiment svagare än hårddata.** I linje med den allmänna europeiska utvecklingen har finska indikatorer försämrats. Tillverkningsindustrin är mest deppig och indikatornivån är inte långt ifrån de mycket svaga tillväxtåren 2012–2014. Men även om industrisentimentet försämrats visar hårddata på en bättre utveckling där industriproduktion och varuexport har fortsatt att öka. Sentimentet i tjänstesektorerna har uppvisat en svagt nedåtgående trend med vissa tecken på stabilisering de senaste månaderna. Den övergripande bedömningen är att tillväxten ligger kvar kring 1,5 procent men risken är på nedsidan. Tyskland är Finlands viktigaste exportland och en fortsatt svag utveckling där kan ge större smittoeffekter framöver.

**Svaga investeringar.** Investeringarna var överlag svaga 2019 och utsikterna är inte ljusa. Visserligen har tillverkningsindustrin stått emot den globala avmattningen relativt bra, men företagen lär fortsätta att tveka så länge den globala osäkerheten inte lättar mer tydligt. Till det kommer bostadsmarknaden där nominella prisökningstakten ligger strax över nollstrecket samtidigt som antalet nya byggnadstillstånd har fallit och byggsentimentet generellt försämrats. Investeringarna ökar med 1 procent i år och 2 procent 2021, klart under genomsnittet de senaste 4 åren på 3,5 procent.

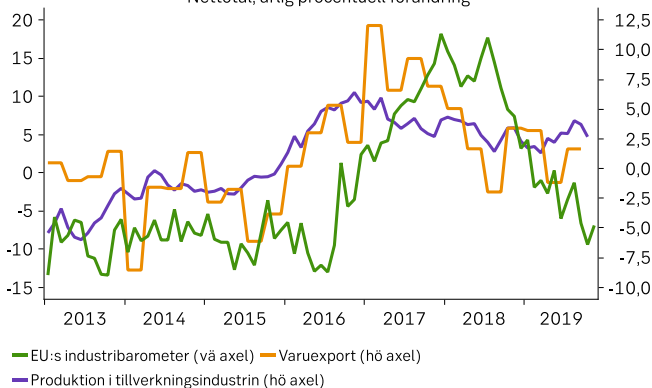
**Arbetsmarknaden bromsar in.** Efter att par starka år med stigande sysselsättning och rejäla fall i arbetslöshet har arbetsmarknaden börjar bromsa in. Arbetslösheten har legat still på 6,7 procent i stort sett hela 2019 men sysselsättningen saktade in till en ökningstakt runt 1 procent i slutet av 2019. Det finns dock ljusglimtar. Antalet lediga platser fortsätter att öka från en redan historiskt hög nivå och företagen indikerar att de behöver nyanställa. Enligt företagsbarometrar är brist på arbetskraft fortsatt ett relativt stort problem, vilket tillsammans med det stora antalet lediga platser signalerar tecken på matchningsproblem på arbetsmarknaden. Industrietvinden som drabbat flera länder bidrar till att arbetslösheten stiger något i år innan den åter faller. I slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten på 6,5 procent; endast några tiondelar över bottenivån 2008.

**Långsamt stigande löner.** Löneökningstakten som varit nedpressad av konjunktur och breda överenskommelser för att förbättra konkurrenskraften som bl a pressats av svaga valutorna i Sverige och Norge. Lönerna har dock växlat upp något och väntas stiga med ungefär 2 procent både 2020 och 2021. Inflationstrycket är fortsatt lågt men stiger till 1,3–1,4 procent 2020–2021; strax under genomsnittet för euroområdet.

**Hushållen deppar men konsumerar.** Konsumentförtroendet har tappat rejält efter ett par glada år och ligger till och med lägre än vid vissa av recessionsperioderna det senaste årtiondet. Den kraftiga nedgången är lite förvånande men kan eventuellt kopplas till en krismedvetenhet och oro för att de senaste två-tre årens tillväxtuppväxling var en parentes. Konsumtionen följde det sämre humöret nedåt under första halvan av 2019, men har därefter växlat upp. En svagt stigande sysselsättning och lite högre löneökningar ger en hyfsad köpkraftsökning. Men samtidigt har hushållen behov av att dra upp sitt sparande som under lång tid legat nära nollstrecket. Konsumtionen ökade med drygt 1 procent förra året och växlar upp något under 2020–2021.

**Expansiv finanspolitik trots underskott.** Regeringen planerar att föra en expansiv politik med bland annat högre utgifter för utbildning, investeringar och hälsovård vilket bidrar till att det offentliga saldot försämrats några tiondelar kommande år. Underskottet ökar till drygt 1 procent av BNP men skulden ligger kvar under 60 procent av BNP hela prognosperioden.

Ökande produktion trots fallande sentiment  
Nettototal, årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Finland, European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,7	1,6	1,5	1,5
Privat konsumtion	1,8	1,2	1,5	1,4
Arbetslöshet*	7,4	6,7	6,7	6,5
Löner	0,8	1,3	1,8	2,0
HIKP	1,2	1,1	1,3	1,4
Offentligt saldo**	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2
Offentlig bruttoskuld**	59,0	58,5	58,0	57,5

\* Procent \*\* Procent av BNP

Källa: Eurostat, SEB

# Baltikum

De tre baltiska ekonomierna börjar nu med eftersläpning påverkas av nedgången i global efterfrågan som varit tydlig främst under 2019. Lägre industriproduktion och svagare efterfrågan på transporttjänster i Europa är ett par av orsakerna bakom nedväxlingen i regionen. Trots lägre tillväxt kvarstår dock en förhållandevis stram arbetsmarknad och hög lönetillväxt.

---

## Litauen

# 2,5%

Litauens BNP-tillväxt i år efter en markant avmattning i industrin 2019. Flera faktorer tala för att tillväxten stannar kvar på samma nivåer även nästa år.

Sida 49

---

## Lettland

# 0,6

Negativt bidrag till BNP-tillväxten 2019 från nedläggningar i banksektorn samt svagare efterfrågan av transporttjänster i Europa, bl a drivet av minskande koltransporter.

Sida 50

---

## Estland

# 30%

IKT-sektorns bidrag till uppgången i förädlingsvärde 2019, trots att den bara utgör 4,5 procent av sysselsättningen.

Sida 51

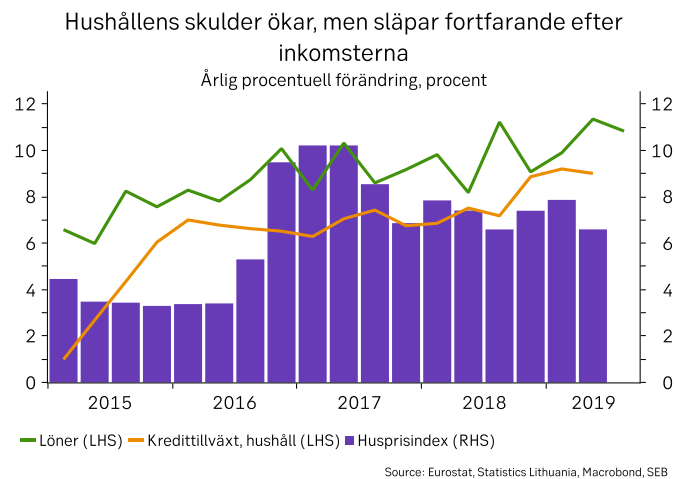




## Litauen

## Svagare tillväxt framöver

Den ekonomiska tillväxten avtog något under det andra halvåret 2019 främst på grund av att industriproduktionen mattades av markant. Försvagningen sträcker sig in i 2020 och BNP väntas stiga med 2,5 procent i år. Positiva bidrag från export av transporttjänster avtar under prognosperioden. Konsumtionen ökar i långsammare takt då sysselsättningen stabiliseras och reallönetillväxt blir lägre. Återhämtningen i inflationen kommer att vara begränsad.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	3,6	3,6	2,5	2,4
Hushållens konsumtion	3,9	3,2	3,1	3,1
Export	6,3	9,0	3,8	3,7
HIKP	2,5	2,2	2,4	2,3
Löner	9,9	8,6	7,1	5,8
Offentligt saldo*	0,6	-0,3	0,0	0,1
Offentlig bruttoskuld*	34,1	36,4	35,4	34,6
Bytesbalans*	0,3	2,1	0,8	0,6

\* Procent av BNP. Källa: Statistics Lithuania, SEB

**Tillväxten avtog under det sista kvartalet 2019.** Den utdragna svagheten i global ekonomi påverkade slutligen Litauens export. Industriproduktionen, som visade en solid tillväxt under de första nio månaderna 2019, växte svagt under slutet av året. Icke desto mindre var 2019 fortfarande ett framgångsrikt år för ekonomin och BNP ökade med 3,6 procent. Utländska direktinvesteringar utvecklades starkt 2019 och Litauen fick sitt första "unicorn-bolag". Vi behåller en försiktig syn för tillväxtutsikterna under de kommande två åren - vi bedömer att BNP växer med 2,5 procent 2020 och med 2,4 procent 2021. Den långsammare tillväxten framöver beror på lägre bidrag från transport, tillverkningsindustri och byggsektorerna.

**Företagens framtidstro sjönk marginellt under 2019** men det har hittills inte haft någon större påverkan på investeringarna. Fasta bruttoinvesteringar i maskiner överraskade till och med positivt med än snabbare tillväxt än 2018. Dessutom har rekordhögt inflöde av EU-medel ökat investeringarna i energi- och transportsektorerna. Investeringarna kommer att öka i något långsammare takt 2020, men stöds till viss del fortfarande av offentliga investeringar. Trots produktionstillväxt är situationen inom byggsektorn inte särskilt bra eftersom vissa stora företag står inför likviditets- och lönsamhetsproblem.

**Konsumtionen har varit en besvikelse** trots att detaljhandeln utvecklats hyfsat, reallönerna ökat snabbare än väntat och att konsumentförtroendet hållits uppe. Antalet anställda fortsatte att öka under 2019, men i motsats till andra baltiska ekonomier steg arbetslösheten i Litauen under andra halvåret 2019 främst på grund av ökad långtidsarbetslöshet. Vi antar att strukturella problem som låg rörlighet och matchningsproblem kommer att kvarstå under 2020 samtidigt som inflödet av arbetskraft från grannländer utanför EU minskar. Arbetslösheten kommer att vara relativt oförändrad runt nuvarande nivå på 6,2 procent under prognosperioden. Löneökningstrycket dämpas något under 2020. Regeringens beslut att höja den månatliga minimilönen för att bemöta krav från de offentligtanställda med högre löner, stöder vår prognos för att bruttolönen stiger med 7,1 procent i år.

**Svagt stigande inflation framöver.** Inflationen sjönk till 2,2 procent 2019. Lägre energipriser bidrog till nedgången, men vi räknar med att inflationen stiger marginellt till 2,4 procent 2020 på grund av högre priser på energiprodukter som bränsle och el. Effekterna från stigande arbetskraftskostnader på inflationen, främst för tjänster, kommer i år att bli i linje med 2019.

**Fastighetspriserna stiger i en jämn takt mellan 6 och 8 procent.**

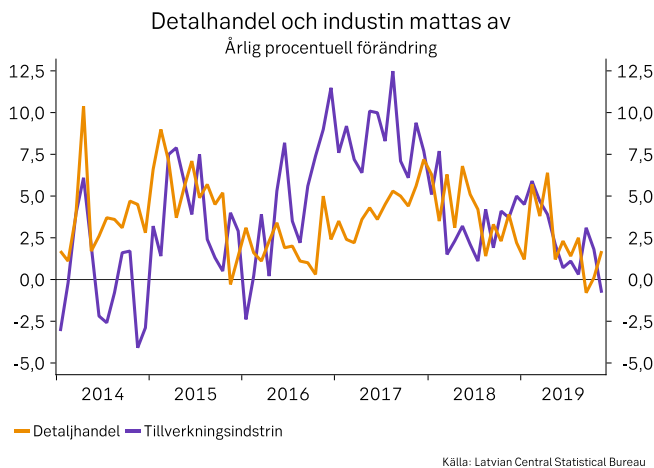
Fastighetspriserna stiger långsammare än inkomsterna vilket stödjer tesen att priset på bostäder ändå är överkomligt. Tillväxten i hushållens skuld accelererade 2019 men förblev nära ökningen av lönerna. Utbudet av nya bostadsfastigheter kommer inte att minska i år. Att inkomsterna ökar långsammare framöver sätter spår i att bostadsprisuppgången växlar ner 2020 och 2021.

**Regeringen godkände budgeten - överskott på 0,2 procent.** Vi tror dock att budgetkalkylen är alltför optimistisk därför att skatteinkomsterna överskattas. Vi hade en liknande situation 2019 när budgetprognoser var för optimistiska trots att tillväxten blev bättre än väntat. Man bör heller inte bli förvånad över viss "generositeten" från regeringen i ljuset av att parlamentsvalet äger rum i början av hösten 2020. Införandet av föroreningskatt på personbilar är en av de välkomna åtgärderna, men de fastställda skattesatserna är fortfarande relativt låga.

## Lettland

# Fortfarande stark lönetillväxt

BNP-tillväxten under andra kvartalet 2019 väckte oro för att ekonomin snart skulle bromsa in markant. Exporten har visat sig motståndskraftig samtidigt som inhemsk efterfrågan väntas öka i god takt när arbetslösheten ligger kvar på låg nivå och lönerna fortsätter öka i god takt. Nedåtriskerna har minskat men svag global ekonomi är oroande. Tillväxten bromsar in till 2,0 procent i år och återhämtar sig därefter till 2,5 procent 2021.



## Nyckeldata

Procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,6	2,4	2,0	2,5
Hushållens konsumtion	4,4	3,4	2,8	3,2
Export	3,9	2,1	2,6	3,5
HIKP	2,5	2,8	2,1	2,5
Arbetslöshet*	7,4	6,5	5,9	6,1
Löner	8,4	7,9	6,5	5,9
Offentlig sektors saldo**	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Offentlig bruttoskuld**	36,4	35,5	34,9	34,2

\* Procent \*\* Procent av BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

**Tydlig nedgång i BNP-tillväxt.** Lettlands BNP-tillväxt uppgick till 2,5 procent de första nio månaderna av 2019 vilket var svagast bland de tre baltiska länderna. Utvecklingen varierade mellan sektorer och tidigare byggboom kan nu liknas vid en solnedgång. Avmattningen förstärktes därtill av stora strukturella förändringar i banksektorn, främst nedläggningen av två banker och avskaffandet av affärsmodeller med inriktning på utländska kunder. Till det kom en nedgång i transportsektorn på grund av låg efterfrågan på kol i Europa samt att rysk politik styr om gods till egna hamnar. Väderförhållandena ledde även till låg elproduktion. De här sektorerna drog ner tillväxten med ungefär 0,6 procentenheter. Fortsatta strukturella förändringar inom finans- och transportsektorerna bidrar till lägre tillväxt även i år. Vi behåller vår försiktiga prognos och räknar med att BNP kommer att öka med 2 procent 2020 och med 2,5 procent 2021.

**Lägsta förtroendeindikatorerna sedan 2017.** Det ekonomiska sentimentet återhämtade sig i november men är fortfarande på de lägsta nivåerna sedan januari 2017 med tydligast nedgång inom bygg och tillverkningsindustrin. Även om byggandet ökade med cirka 5 procent 2019, blir tillväxten i år svagt negativ. Det finns ännu ingen anledning att förvänta sig en regelrätt kris i sektorn men stora utmaningar väntas under 2021 och 2022. I slutet av 2019 började tillverkningsindustrin hacka, med en produktion som sjönk i mer än hälften av delsektorerna i november och början av 2020 väntas bli svag. En global återhämtning under andra halvåret 2020 bidrar till att den lettiska tillverkningsindustrin återgår till 2–2,5 procents tillväxt.

**Motståndskraftig export.** Under 2019 var utvecklingen för IKT-sektorn en besvikelse men väntas bidra mer till tillväxten i år. Fastighetsaktiviteten är dämpad och förutsättningarna (utlåningsvillkor, begränsat utbud, prisnivå och demografi) är alltför motiga för att vänta sig en snabb återhämtning. Andra sektorer med fokus på inhemsk konsumtion kommer att få en relativt stabil tillväxt, även om detaljhandeln den senaste tiden visat svaghets-tecken. Exporten har varit överraskande motståndskraftigt och steg med 2,3 procent under de tre första kvartalen 2019. Även om efterfrågan är svag ger flexibilitet och kostnadsfördelar vissa möjligheter till ytterligare expansion.

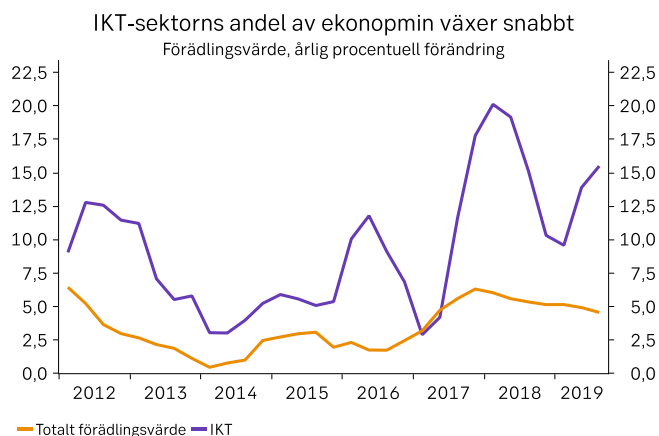
**Inflationen föll till 2,1 procent i november.** Inflationstakten var 2,8 procent under 2019 och kommer att sakta ner till 2,1 procent i år. Drivkrafterna är främst inhemska faktorer såsom punktskatt, priser på kollektivtrafik och kostnader från löneförändringar. Tillväxten bromsar in men situationen är långt ifrån kritisk. Lönetillväxten accelererade till 8,3 procent under det tredje kvartalet 2019 på grund av brist på arbetskraft, trots svagare ekonomi. Lönetillväxten mattas till 6,5 procent i år. Arbetsgivarna kommer alltmer att fokusera på att erbjuda alternativ (bonusar, flexibel arbetstid, bättre arbetsmiljö) för att minska de fasta lönekostnaderna.

**Lägsta arbetslösheten på 13 år.** Under det tredje kvartalet 2019 sjönk arbetslösheten till 6 procent. Demografin är dock orubblig. Även om sysselsättningsgraden har ökat till 65,6 procent, krymper antalet sysselsatta. I år fortsätter arbetslösheten att minska, men inte särskilt mycket. Stora klyftor både regionalt och kompetensmässigt samt brist på rörlighet begränsar Lettlands chanser att nå samma arbetslöshet som i många andra EU-länder. Med en avmattning inom bygg minskar dessutom efterfrågan på arbetskraft med relativt låg utbildning.

# Estland

## Starkt avslut på gyllene årtionde

Trots svaga indikatorer avslutades 2019 starkt när BNP-tillväxten fortsatte drivas på av den allt viktigare och exportdrivna IKT-sektorn. Men sämre humör inom tillverkningsindustrin tyder på att sektorn kommer att bli en hämsko för tillväxten framöver. Fortsatt stark arbetsmarknad och 6-procentiga löneökningar stöttar konsumtionen trots hushållens ökande sparande. Vi håller fast vid vår prognos att BNP växer med 2,0 respektive 2,6 procent 2020 och 2021.



### Nyckeldata

Procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,8	3,8	2,0	2,6
Hushållens konsumtion	4,3	3,1	2,8	4,8
Export	4,3	4,0	1,0	2,4
HIKP	3,4	2,3	2,0	2,2
Arbetslöshet*	5,4	4,7	5,5	6,2
Löner	7,3	7,6	6,4	5,7
Offentlig sektors saldo**	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Offentlig bruttoskuld**	7,9	7,8	7,5	7,5

\* Procent \*\* Procent av BNP. Källa: Statistics Estonia, SEB

**IKT-export driver tillväxten.** Trots att de flesta prognosmakare haft försiktiga utsikter blev 2019 återigen ett starkt år för den estniska ekonomin som avslutade ett gyllene årtionde där nominell BNP nästa fördubblades. Tredje kvartalet, såväl som för helåret, var det den relativt lilla IKT-sektorn som gav det huvudsakliga tillväxtbidraget. IKT-sektorn står för bara 4,5 procent av sysselsättningen men bidrog med hela 30 procent av den totala ökningen i förädlingsvärde. Sektorns uppgång ser primärt ut att ha drivits av export av IKT-tjänster vilket är i linje med de senaste åren.

### Blandade signaler från tillverkningsindustrin ger svårtolkat läge.

Både industriproduktionen och exporten av varor har fallit sedan juni, mätt med löpande priser. Samtidigt steg exportvolymen enligt nationalräkenskaperna med rekordhög 8,6 procent. Företagens utsikter har försämrats och indikatorer för tillverkningsindustrin har varit i fritt fall sedan januari och är nu på den lägsta nivån sedan 2009. Industrisentimentet har historiskt inte varit en perfekt indikator för framtida produktion, men så låga nivåer indikerar att början av 2020 kan komma att bli mycket svag. Trots tveksamma utsikter för tillverkningsindustrin bör tjänstesektorn hjälpa till att få exporten att växa med 1 procent i år.

**Konsumtionen en besvikelse.** Samtidigt som exportens tillväxtbidrag varit en stor positiv överraskning så har hushållens konsumtion varit en besvikelse. Trots stark detaljhandel och lönetillväxt på mer än 8 procent så ökade hushållens konsumtion det tredje kvartalet med svaga 1,2 procent. Reviderad statistik har vid tidigare tillfällen gett högre tillväxttal och det är sannolikt att så blir fallet även nu. Arbetsmarknaden fortsätter att överträffa förväntningarna och tredje kvartalet förra året nåddes en historiskt låg arbetslöshetsnivå på 3,9 procent samtidigt som sysselsättningsgraden på 69,4 procent var den högsta i EU. Samtidigt ligger konsumentförtroendet fortsatt kvar över det historiska genomsnittet. Även om motvinden från en deppig industri kan komma att påverkar arbetsmarknaden väntar vi oss att arbetslösheten bara stiger marginellt. Brist på arbetskraft fortsätter att bidra till löneökningar kring 6 procent. Sammantaget bidrar dessa krafter till att hushållens konsumtion ökar med 2,8 procent 2020. Till den tydliga uppväxlingen i konsumtion bidrar även den kontroversiella pensionsreformen 2021 som innebär att arbetstagare kan ta ut vissa pensionsavsättningar. Prognoser på konsumtionseffekten av pensionsreformen är osäkra, men vi tror att effekten blir mer begränsad än konsensusbedömningen. Trots det är effekten tillräcklig för att konsumtionsuppgången 2021 ska nå upp till 4,8 procent.

**Högt hushållssparande.** Trots en rejäl uppgång för detaljhandeln så ökar hushållens sparande i rask takt. Hushållens lån ökar för närvarande med 6 procent i årstakt men samtidigt ökar sparandet med 10 procent. Men sparandet är inte spritt över inkomstgrupperna och en stor del av hushållen är fortsatt sårbara för finansiella chocker.

**Starkt byggande växlar ner.** Byggsektorn har ångat på i full fart och nya byggtillstånd för bostäder är på högsta nivån sedan finanskrisen. Men försäljningsperioderna blir längre och längre och utsikterna är mer och mer tvivelaktiga. Huvudsakliga anledningen är demografin. Antalet i åldersgruppen 25-34, vilken är den huvudsakliga gruppen som köper ett eget hem för första gången, har börjat minska och 2022 kommer det vara 10 procent färre i den gruppen än 2018. Till det kommer att offentliga investeringar minska med fallande EU-medel. Dessa faktorer ihop gör att totala investeringar bara ökar med 0,2 procent 2020 och 1,2 procent 2021.

# Nyckeldata

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP OECD	2,3	1,7	1,6	1,7
BNP världen (PPP)	3,6	3,0	3,1	3,3
KPI OECD	2,6	2,0	2,0	1,8
Oljepris, Brent (USD/fat)	72	64	70	70

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr USD	2018	2019	2020	2021
BNP	20 580	2,9	2,3	1,8	1,9
Privat konsumtion	13 999	3,0	2,6	2,5	2,3
Offentlig konsumtion	2 904	1,7	1,8	1,7	1,2
Bruttoinvesteringar	4 261	4,4	1,8	0,8	2,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,2	-0,1	0,0
Export	2 510	3,0	-0,3	1,1	2,8
Import	3 149	4,4	1,3	1,9	3,5
Arbetslöshet (%)		3,9	3,7	3,5	3,5
KPI		2,4	1,8	2,0	1,9
Kärn-KPI		2,1	2,2	2,2	2,1
Hushållens sparkvot (%)		7,7	8,0	7,8	7,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,7	-5,7	-5,6	-5,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		104,3	106,0	108,0	110,0

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	11 561	1,9	1,2	1,1	1,2
Privat konsumtion	6 207	1,4	1,4	1,4	1,3
Offentlig konsumtion	2 364	1,1	1,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 406	2,3	4,5	1,3	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,0	-0,3	0,1	0,0
Export	5 547	3,3	2,6	2,8	3,0
Import	5 047	2,7	4,0	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		8,2	7,6	7,7	7,5
KPI		1,8	1,2	1,5	1,5
Kärn-KPI		1,0	1,0	1,4	1,4
Hushållens sparkvot (%)		6,2	6,0	6,0	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,7	-0,8	-0,9
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		85,9	85,4	84,4	84,0

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
<b>BNP</b>				
Storbritannien	1,4	1,3	1,0	1,1
Japan	0,3	1,2	0,9	0,6
Tyskland	1,5	0,6	0,7	1,0
Frankrike	1,7	1,3	1,2	1,4
Italien	0,8	0,2	0,5	0,7
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Indien	7,4	5,1	6,0	6,5
Brasilien	1,1	1,2	2,4	2,8
Ryssland	2,3	1,2	1,8	2,2
Polen	5,1	4,2	3,1	3,0

### Inflation

Storbritannien	2,5	1,8	1,3	1,6
Japan	1,0	0,5	0,7	0,8
Tyskland	1,7	1,4	1,6	1,6
Frankrike	1,9	1,3	1,5	1,5
Italien	1,3	0,6	1,0	1,1
Kina	2,1	2,9	3,6	2,2
Indien	4,0	3,7	3,5	4,1
Brasilien	3,7	3,7	4,0	4,2
Ryssland	2,9	4,5	3,5	4,1
Polen	1,7	2,3	2,8	2,7

### Arbetslöshet (%)

Storbritannien	4,1	3,8	4,1	4,3
Japan	2,4	2,3	2,2	2,1
Tyskland	3,4	3,2	3,2	3,1
Frankrike	8,9	8,3	8,1	8,0
Italien	10,6	9,9	9,5	9,3

## Finansiella prognoser

Officiella räntor		15-Jan	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
USA	Fed funds	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50

### Obligationsräntor

USA	10 years	1,79	2,00	1,80	2,00	2,20
Japan	10 years	0,00	0,00	0,05	0,10	0,15
Tyskland	10 years	-0,22	0,00	0,05	0,10	0,20
Storbritannien	10 years	0,58	0,80	0,85	1,00	1,20

### Växelkurser

USD/JPY	110	109	112	113	114
EUR/USD	1,12	1,15	1,17	1,19	1,20
EUR/JPY	123	125	131	134	137
EUR/GBP	0,86	0,88	0,88	0,86	0,84
GBP/USD	1,30	1,31	1,33	1,38	1,43

## Nyckeldata

### Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr SEK	2018	2019	2020	2021
BNP	4 790	2,2	1,1	1,1	1,7
BNP, dagkorrigerat		2,3	1,1	0,9	1,6
Privat konsumtion	2 159	1,7	0,9	1,3	1,7
Offentlig konsumtion	1 258	0,4	0,5	0,1	0,2
Bruttoinvesteringar	1 250	4,2	-2,0	-1,0	2,2
Lagerbidrag i % av BNP	47	0,4	0,0	0,0	0,0
Export	2 213	3,2	3,6	1,2	2,6
Import	2 092	3,6	1,3	-0,4	2,0
Arbetslöshet (%)		6,3	6,8	7,3	7,4
Sysselsättning		1,5	0,6	0,5	0,4
Industriproduktion		3,4	1,2	-1,5	2,0
KPI		2,0	1,8	1,5	1,6
KPIF		2,1	1,7	1,4	1,6
Timplöneökningar		2,5	2,6	2,6	3,0
Hushållens sparkvot (%)		15,4	15,8	16,0	16,0
Real disponibel inkomst		2,7	2,0	2,5	1,9
Bytesbalans, % av BNP		1,9	4,5	4,6	4,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-80	-112	-9	-5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,8	0,4	0,2	0,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,8	34,8	33,9	32,8

Finansiella prognoser	15-Jan	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10-års ränta	0,15	0,50	0,60	0,65	0,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	37	50	55	55	55
USD/SEK	9,45	8,91	8,63	8,44	8,33
EUR/SEK	10,54	10,25	10,10	10,00	10,00
KIX	122,1	117,9	115,6	114,6	114,6

### Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	243	1,7	1,6	1,5	1,5
Privat konsumtion	124	1,8	1,2	1,5	1,4
Offentlig konsumtion	53	1,5	1,6	1,4	1,4
Bruttoinvesteringar	55	3,3	1,0	1,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,8	-0,3	0,0	0,0
Exports	90	2,2	3,0	2,6	2,5
Imports	92	5,0	1,5	2,3	2,5
Arbetslöshet (%)		7,4	6,7	6,7	6,5
KPI, harmoniserat		1,2	1,1	1,3	1,4
Timplöneökningar		0,8	1,3	1,8	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-1,2	-1,0	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,0	-1,2	-1,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,0	58,5	58,0	57,5

## Nyckeldata

### Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr NOK	2018	2019	2020	2021
BNP	3 338	1,3	1,5	3,6	2,1
BNP (Fastlandet)	2 853	2,2	2,5	2,0	1,8
Privat konsumtion	1 500	1,9	1,7	2,0	2,3
Offentlig konsumtion	802	1,4	2,4	2,3	1,5
Bruttoinvesteringar	832	2,8	5,8	1,6	-0,2
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,0	0,0	0,0
Export	1 194	-0,2	1,2	6,7	2,7
Import	1 102	1,9	5,1	1,9	0,8
Arbetslöshet (%)		3,9	3,7	3,7	3,8
KPI		2,8	2,2	1,8	2,1
KPI-ATE		1,5	2,2	2,0	1,9
Årslöneökningar		2,8	3,4	3,3	3,3

Finansiella prognoser	15-Jan	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10-års ränta	1,41	1,50	1,50	1,55	1,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	163	150	145	145	140
USD/NOK	8,86	8,52	8,46	8,10	8,08
EUR/NOK	9,88	9,80	9,90	9,60	9,70

### Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr DKK	2018	2019	2020	2021
BNP	2 246	2,4	2,1	1,8	1,5
Privat konsumtion	1 058	2,6	1,4	1,7	1,6
Offentlig konsumtion	547	0,4	-0,1	0,7	0,8
Bruttoinvesteringar	495	5,4	0,7	3,2	3,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	-0,1	0,0	0,0
Export	1 250	2,4	3,3	3,9	2,6
Import	1 114	3,6	0,3	4,2	3,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	4,5	4,2	4,2
KPI, harmoniserat		0,8	0,8	1,1	1,4
Timplöneökningar		2,2	2,0	2,5	2,8
Bytesbalans, % av BNP		5,7	8,0	7,5	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,6	2,0	0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,3	33,5	33,0	32,2

Finansiella prognoser	15-Jan	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Inlåningsränta	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10-års ränta	-0,20	0,05	0,10	0,15	0,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	2	5	5	5	5
USD/DKK	6,70	6,49	6,38	6,30	6,22
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46



## Nyckeldata

### Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	45	3,6	3,6	2,5	2,4
Privat konsumtion	28	3,9	3,2	3,1	3,1
Offentlig konsumtion	7	0,5	1,1	0,8	0,6
Bruttoinvesteringar	9	8,4	7,8	4,8	3,9
Export	34	6,3	9,0	3,8	3,7
Import	33	6,0	8,5	4,7	4,4
Arbetslöshet (%)		6,2	6,2	6,2	6,3
KPI		2,5	2,2	2,4	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,6	-0,3	0,0	0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,1	36,4	35,4	34,6

### Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	30	4,6	2,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	17	4,4	3,4	2,8	3,2
Offentlig konsumtion	5	4,0	2,2	1,5	2,3
Bruttoinvesteringar	7	15,8	4,5	2,2	3,5
Export	17	3,9	2,1	2,6	3,5
Import	18	6,4	2,2	3,0	3,6
Arbetslöshet (%)		7,4	6,5	5,9	6,1
KPI		2,5	2,8	2,1	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,4	35,5	34,9	34,2

### Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	26	4,8	3,8	2,0	2,6
Privat konsumtion	13	4,3	3,1	2,8	4,8
Offentlig konsumtion	5	0,9	3,2	1,6	2,5
Bruttoinvesteringar	6	3,3	13,8	0,2	1,2
Export	19	4,3	4,0	1,0	2,4
Import	18	5,7	4,1	2,7	3,8
Arbetslöshet (%)		5,4	4,7	5,5	6,2
KPI		3,4	2,3	2,0	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		7,9	7,8	7,5	7,5

## Research kontakter

---

---

**Robert Bergqvist**

Chefekononom  
Japan,  
Tema: En värld full av skuld  
+46 8 506 230 16

---

**Håkan Frisé**

Prognoschef  
+46 8 763 80 67

---

**Daniel Bergvall**

Euroområdet,  
Finland,  
Tema: Finanspolitik  
+46 8 506 23118

---

**Erica Dalstø**

SEB Oslo  
Norge  
+47 2282 7277

---

**Ann Enshagen Lavebrink**

+46 8 763 80 77

---

**Eugenia Fabon Victorino**

SEB Singapore  
Kina, Indien  
+65 6505 0583

---

**Richard Falkenhäll**

Storbritannien,  
Valutamarknaden  
+46 8 506 23133

---

**Lina Fransson**

Obligationsmarknaden  
+46 8 506 232 02

---

**Dainis Gaspuitis**

SEB Riga  
Lettland  
+371 67779994

---

**Johan Hagbarth**

Tema: Börsvärdering  
+46 8 763 69 58

---

**Per Hammarlund**

Ryssland,  
Tillväxtekonomin  
+46 8 506 231 77

---

**Olle Holmgren**

Sverige  
+46 8 763 80 79

---

**Elisabet Kopelman**

USA  
+46 8 506 23091

---

**Elizabeth Mathiesen**

SEB Copen­hagen  
Tema: Mot hållbar energi  
+45 285 517 47

---

**Mihkel Nestor**

SEB Tallinn  
Estland  
+372 6655172

---

**Tadas Povilauskas**

SEB Vilnius  
Litauen  
+370 68646476

---

**Thomas Thygesen**

SEB Köpenhamn,  
Danmark,  
Tema: Mot hållbar energi  
+45 33 28 10 08

---

**Marcus Widén**

Euroområdet  
Sverige  
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 21 januari 2020.  
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 15 januari 2020.

---

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 30 september 2019 uppgick koncernens balansomslutning till 3 046 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 943 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Macro & FICC Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på [sebgroupp.com/sv](http://sebgroupp.com/sv).

